

新世纪经济管理博士丛书

# 证券市场与公司治理研究

杨 蓉 著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

证券市场与公司治理研究 /杨蓉著. —上海 :上海财经大学出版社, 2007.7

(新世纪经济管理博士丛书 /黄汉江总主编)

ISBN 978-7-81098-792-9 Ⅳ·738

I.证... II.杨... III.证券交易—资本市场—作用—公司—企业管理—研究—中国 IV.F276.6 F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 011960 号

特约编审：晓 翰

责任编辑：王 焱

封面设计：周卫民

ZHENGQUAN SHICHANG YU GONGSI ZHILI YANJIU  
证 券 市 场 与 公 司 治 理 研 究  
杨 蓉 著

---

上海财经大学出版社出版发行

(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址 <http://www.sufep.com>

电子邮箱 [webmaster@sufep.com](mailto:webmaster@sufep.com)

全国新华书店经销

常熟市兴达印刷有限公司印刷装订

2007 年 7 月第 1 版 2007 年 7 月第 1 次印刷

---

850×1168 1/32 12.125 印张(插页:1) 304 千字  
印数 0 001-1 900 定价 25.00 元

## 总 序

人类进入 21 世纪,就进入了科学技术突飞猛进的新时代、进入了知识经济迅速兴起的新时代。如何应对新世纪知识经济的挑战,人类必须坚持科学创新、技术创新、管理创新、理论创新和知识创新。因而我们诚邀经济学博士和管理学博士们撰写“新世纪经济管理博士丛书”,以传播创新的经济管理前沿知识。“新世纪经济管理博士丛书”由上海市基本建设优化研究会、上海基本建设优化研究所和《基建管理优化》编辑部等单位联合组织编纂。

上海市基本建设优化研究会成立于 1985 年,原名中国基本建设优化研究会上海分会,由上海市委市委宣传部批准,属上海市社会科学界联合会成员,系学术性社会团体。本会的宗旨是遵守宪法、法律、法规和国家政策,遵守社会道德风尚,应用国内外先进的优化理论、方法,积极开展基建优化研究,为我国尤其是上海的现代化建设贡献力量。该研究会会员遍布上海投资与建设领域,其理事会由浦东新区人民政府、上海市建设委员会、上海市计划委员会、上海市教育委员会、上海市财政局、上海市民政局、上海市市政工程管理局、上海市房地局、宝钢集团、上海市建工集团、上海市房地集团、上海市城建集团、上海市建材集团、中国建设银行上海市分行、上海各大建筑设计院、国家有关部委建筑设计单位和建筑局(公司)、复旦大学、交通大学、同济大学、上海理工大学、上海财经大学、华东理工大学、上海大学、华东师范大学、上海社会科学院、上海立信会计学院等领导、专家、学者、教授组成。

上海基本建设优化研究所于 1992 年由上海市市政工程管理局批准成立,主要从事基建领域四技服务和基建设计优化、基建施

工优化、基建投资优化、基建管理优化等方面的科学研究,同时也参与策划、编纂本专业方面的著作、教材、工具书等。

《基建管理优化》创刊于1989年,立足上海、联合华东、面向全国,拥有全国一流的基建管理研究阵营:国家有关部委领导任顾问,220多名副教授、高级工程师等以上职称的专家、学者组成的编辑委员会;110多名教授、研究员等全国著名专家、学者和厅局级以上干部组成的常务编委会。真是精英荟萃!《基建管理优化》得到了国家建设部、国家财政部、国家发改委、国家新闻出版总署、国家铁道部、国家统计局、中国建设银行、中国建筑总公司等有关部门领导或专家、学者的大力支持;得到了中央党校、清华大学、中国人民大学、复旦大学、交通大学、同济大学、上海理工大学、上海财经大学、上海大学、华东理工大学、华东师范大学、上海立信会计学院、浙江大学、南京大学、东南大学、南京工业大学、厦门大学、天津大学、重庆建筑大学、哈尔滨建筑大学、深圳大学、东北财经大学、中南财经政法大学、中央财经大学、中国金融学院、西南财经大学、江西财经大学、湖南财经大学、山西财经大学、陕西财经大学、天津财经学院、贵州财经学院、新疆财经学院、浙江财经学院、山东经济学院、天津商学院等40多所大专院校领导或学者、教授的大力支持;得到了中国社会科学院、国家发改委投资研究所、中国建设银行投资研究所、冶金部建筑研究总院以及《求是》杂志等30多个研究机构领导或学者、专家的大力支持。该刊主要研究投资经济管理、基建经济管理、建筑经济管理、房地产经济管理、市政工程经济管理等学科。

“新世纪经济管理博士丛书”编辑委员会委员主要来自相关财经大学和有关综合性大学的经济管理学界的知名学者和教授以及国家有关部委的知名专家、学者。其作者均是经济学或管理学博士和博士后。

我们真诚地预祝“新世纪经济管理博士丛书”的编纂工作圆满

成功！同时衷心感谢丛书顾问、领导、编委和作者们的大力支持和热情关心！

新世纪经济管理博士丛书

总 主 编： 黄汉江

2006年12月

# 新世纪经济管理博士丛书

## 编辑委员会

(均以姓氏笔画为序)

### 顾 问

- 干志坚 国家建设部原副部长、教授级高工  
于光远 原中共中央顾问委员会委员、著名经济学家、研究员  
乌家培 国家信息中心总经济师、研究员、教授  
曲格平 全国人大常委会环资委主任、教授  
许 毅 国家财政部财政科学研究所原所长、教授  
许溶烈 国家建设部原总工程师、教授  
苏 星 中共中央党校原副校长、《求是》杂志原总编辑  
杨 慎 国家建设部原总经济师  
杨正彦 国家新闻出版总署原副署长  
周道炯 国务院证券监督委员会原主席、中国投资学会会长  
项怀诚 国家财政部原部长  
钱伟长 上海大学校长、教授、院士  
储传亨 国家建设部总规划师、教授级高工  
廉 仲 原国家城乡建设部常务副部长

主任委员 王洪卫 石礼文 宁黎明 陈康民 陆 鸣  
陆海平 林应清 唐海燕 黄汉江 盛松成  
傅建华 臧新民 樊行健 戴复东(院士)

总 主 编 黄汉江

副总主编 黄德明 俞 冲 陆兴华 史立辉

委 员

- 马 一 国家发展改革委员会投资研究所研究员  
马志福 国家发展改革委员会投资研究所研究员、经济学博士后  
王宏经 西安建筑科技大学教授、《基建优化》总编辑  
王洪卫 上海财经大学副校长、教授、博导  
王剑琴 华南理工大学管理系教授  
王新友 同济大学教授、博导，上海东江集团公司总裁  
方荷生 苏州大学财经学院教授  
甘培根 中国人民银行总行金融研究所原所长、研究员  
石礼文 上海建工集团原董事长、教授级高工  
史立辉 上海兆置业有限公司董事长、博士、客座教授  
卢 谦 清华大学教授、深圳大学教授  
卢祖安 国家统计局投资统计司副司长、高级统计师  
白 瑛 国家建设部著名建筑管理学家  
冯 彬 对外经济贸易大学国际经济研究所副所长、教授  
宁黎明 中国建设银行上海市分行行长、高级经济师  
吕长江 吉林大学商学院副院长、教授、博导  
伍 平 湖南财经学院教授  
庄俊鸿 江西财经大学教授  
关振民 东北财经大学教授  
刘 昕 复旦大学应用经济学博士后  
刘启瑞 国家财政部预算司原副司长  
刘学敏 天津商学院教授  
刘隽亭 天津商学院教授  
刘惠生 山西财经大学教授  
孙兆康 陕西财经学院教授

- 杨 劲 原重庆建筑大学管理学院教授
- 杨兰茹 国家建设部审计局局长、高级经济师
- 杨季美 西南交通大学管理学教授
- 李启明 东南大学土木工程学院副院长、教授
- 李慧中 复旦大学经济学教授
- 邱元拔 集美大学副校长、教授
- 何 征 原重庆建筑大学管理学教授
- 何万钟 原重庆建筑大学管理学教授
- 邱华炳 厦门大学经济学院教授、博导
- 沈荣芳 同济大学管理学院原院长、教授
- 应望江 上海财经大学教授、博士
- 邵以智 中国人民大学教授
- 陈康民 上海理工大学原校长、教授、博导
- 陆 鸣 上海市南汇区副区长、高级经济师、客座教授
- 陆兴华 上海松绿园林绿化有限公司董事长
- 陆海平 上海市建设委员会原副主任、教授级高工
- 张 达 中央广播电视大学第一副校长、教授
- 张屹山 吉林大学商学院院长、教授、博导
- 张华镛 安徽大学经济学院副院长、教授
- 陈伟峰 上海瀛通(集团)有限公司董事长、客座教授
- 陈霜华 上海金融学院国际贸易系常务副主任、教授、博士
- 武克敏 上海对外贸易学院书记、教授
- 林 勇 中国人民大学教授、博士
- 林少培 上海交通大学建筑学院教授
- 林应清 上海市房地局副局长、高级工程师、客座教授
- 罗永泰 天津财经学院首席教授、博士
- 金润圭 华东师范大学商学院原院长、教授、博导
- 郎荣燊 中国人民大学教授

- 赵国杰 天津大学管理学院教授、博导  
赵海宽 中国人民银行总行金融研究所原所长、研究员  
赵铁生 天津大学管理学院副院长、教授  
郝文贤 内蒙古财经学院教授  
胡 昊 上海交通大学建工学院教授、博士后  
侯 昶 南京工业大学教授  
俞 冲 上海冲佳电力工程安装有限公司董事长、客座教授  
姚梅炎 中央财经大学教授  
聂名华 中南财经政法大学教授、博导  
顾士俊 浙江大学教授  
顾孟迪 上海交通大学管理学院教授、博导  
钱从龙 东北财经大学教授  
钱昆润 东南大学教授  
徐 衡 天津财经学院教授  
徐文通 中国金融学院原院长、教授  
徐君如 贵州财经学院教授  
唐海燕 上海立信会计学院院长、教授、博导  
郭康玺 沪港审计中心总裁、高级会计师、客座教授  
黄汉江 《基建管理优化》总编辑、原上海理工大学投资与建设学院院长、教授、荣誉博士、博导、政协委员  
黄良文 厦门大学教授  
黄德明 上海明珠园林工程有限公司董事长、客座教授  
盛松成 中国人民银行上海分行副行长、博导、教授  
屠梅曾 上海交通大学管理学院系主任、教授、博导  
葛玉辉 上海理工大学管理学院教授、博士  
董肇君 天津城市建设学院管理系主任、教授  
景宗贺 原中国建设银行投资研究所所长、研究员  
傅建华 上海银行行长、高级经济师

雷良海 上海理工大学财务处处长、教授、博导  
雷仲篪 中南财经政法大学教授  
廖 承 湖南财经学院教授  
臧新民 上海浦东新区人民政府副区长、高级工程师  
樊行健 西南财经大学副校长、教授、博导  
潘正汇 山东经济学院教授  
戴复东 同济大学高新建筑技术研究所所长、教授、院士

# 目 录

总序 .....	(1)
绪论 .....	(1)
第一章 相关理论背景 .....	(30)
第一节 委托—代理及理论 .....	(30)
第二节 资本市场理论 .....	(41)
第三节 证券市场监管理论 .....	(51)
第二章 证券市场的市场机制与公司治理 .....	(71)
第一节 市场机制 .....	(71)
第二节 价格机制与公司治理 .....	(91)
第三节 控制权机制与公司治理 .....	(98)
第四节 股票期权机制与公司治理.....	(113)
第三章 证券市场监管机制与公司治理.....	(126)
第一节 监管机制.....	(126)
第二节 事前治理机制与公司治理.....	(144)
第三节 事中治理机制与公司治理.....	(151)
第四节 事后治理机制与公司治理.....	(160)
第五节 监管机制的有效工具——强制信息披露制度 .....	(167)

第四章 证券市场对公司治理作用的有效性.....	(179)
第一节 理论争议.....	(179)
第二节 证券市场效率对公司治理的影响.....	(186)
第三节 证券市场监管效率对公司治理的影响.....	(200)
第四节 有效性的保障机制.....	(212)
第五章 证券市场对公司治理作用的国际比较.....	(227)
第一节 公司治理模式的比较.....	(227)
第二节 市场机制的比较.....	(237)
第三节 监管机制的比较.....	(245)
第六章 证券市场对我国公司治理的作用.....	(260)
第一节 中国公司治理现状分析.....	(260)
第二节 中国证券市场的效率分析.....	(280)
第三节 中国证券市场的市场治理机制分析.....	(295)
第四节 中国证券市场监管的治理机制分析.....	(310)
第七章 我国证券市场与公司治理的变革.....	(325)
第一节 我国证券市场与公司治理的改革措施.....	(326)
第二节 改革效果及评价.....	(338)
第三节 政策建议.....	(345)
主要参考文献.....	(365)
后记.....	(373)

# 绪 论

## 第一节 问题的提出

### 一、研究背景

#### 1. 经济全球化使金融体系及证券市场出现全球化趋势

经济全球化使我们进入了一个证券市场全球化的新时代。近十几年来,国际证券融资净额猛增了 350%,而机构投资者跨境证券投资的金额跃升了 5 倍多。与此同时,美国存托凭证(ADR)和全球存托凭证(GDR)等新融资工具的出现,市场合并的深化,新金融媒介的兴起,使证券市场的结构发生了巨大的变化。这些变革都在全球意义上极大地改变了企业,特别是大企业的融资环境。

在上述背景下,越来越多的企业都希望在海外市场上市或发行新型筹资工具,如存托凭证等,从而达到利用巨额的全球金融资源、扩大投资者基础、降低资本成本的目的。

然而,要实现利用国际资本市场的迫切愿望,发行企业需要在一定程度上接受共同的治理观念和标准。例如,企业在纽约证券交易所发行股份时就要面对美国的公司治理标准和证券法规。此外,机构投资者也坚持公司应遵循国际规范,特别是有关管理层的诚信责任、小股东的利益保护、信息披露的透明度以及公司控制的明确程序,等等。因此,企业不仅要适应其本国法律和制度的变化,还必须使自身行为适应全球性资本市场的要求。例如,在美国上市的德国公司通常被要求保证企业信息的公开化,这对于信息的流通只在公司内部进行的德国公司治理结构提出了挑战。

当前,金融系统的发展趋势是趋向市场主导型的金融系统。就政策而言,自20世纪80年代中期以来,法国一直在刻意选择增加金融市场重要性的政策;日本正在进行的金融系统的改革,目的是使日本的金融系统更有效率,并使东京金融市场能够与纽约和伦敦的金融市场相竞争;欧盟正在走向单一的欧共同体市场,这将增加欧盟的竞争力并巩固其在金融市场上的地位;巴西及其他拉丁美洲国家正在进行变革以创造美国类型的金融系统。

在德国,推动股票和债券市场的发展已经持续了10多年,提高了从市场融资的可行性,并作为以传统银行为中介的一种替代。甚至德国的全能银行本身,在继续认同全能银行业务的同时,也承认他们将来主要发展基于可流通证券的金融工具和服务(见德意志银行1995年年度报告)。

在讨论法国的金融管制放松时,梅里茨(Melitz,1990)认为,“当人们反思法国1984年后期到1986年末所有产生效果的改革措施时,毋庸置疑,这些变革在总体上是令人鼓舞的。这些变革不仅仅是放松控制,新的金融工具被创造出来,新的金融市场增加了(包括期货市场);并且人们在允许每一个经纪人对冲他的金融风险的重要性上达成了明确的共识。整个计划的调子与金融理论的原理相吻合”。<sup>①</sup>

由于金融体系的趋同,公司治理模式也在全球范围内呈现趋同的倾向,市场主导型公司治理模式被越来越多的国家所效仿。

## 2. 外部治理模式成为公司治理的发展趋势

外部治理模式和内部治理模式孰优孰劣一直是人们争论的焦点。曾经,人们普遍认为,与以市场为基础的外部模式相比,以企业集团、银行和控股公司为治理主体的内部模式能更好地解决代理问题。然而20世纪90年代以来,随着企业国际竞争的加剧和

---

<sup>①</sup> Melitz J.. Financial Deregulation in France. *European Economic Review*, 1990, 34: 394~402.

信息技术产业的崛起,内部控制模式的弊端日益显露,由于必须协调许多利益相关者的利益,内部控制型公司实际上很难制定长期目标,从而导致公司追求较为分散且可能是相互矛盾的一系列目标,而忽略了盈利能力的下降和竞争力的衰退。

亚洲金融危机爆发后,内部治理模式的缺点得到了进一步的反思。在日本、韩国等亚洲国家,大公司以相互紧密持股的综合性产业集团的形式存在,家族利益、政府和银行在公司治理中扮演着重要角色。在这种治理结构中,政府支持特定产业部门的扩张,银行则将信贷导向目标产业,而不是对企业加强财务约束,从而导致生产能力大量过剩、企业过度负债和资本利用效率的低下。

在上述背景下,以市场为导向的外部治理模式逐渐成为各国学习的样板。经济学家和企业家们普遍认为,英美以股东利益为基础,以盈利为导向,重视资本市场作用的模式,更适应当今全球经济环境的急剧变革和信息技术产业的飞速发展。

### 3. 管理层股票期权计划被越来越多的国家和公司所采用

西方企业经理层的传统薪酬主要由基本工资、奖金和福利所组成,这些报酬一般根据当期的公司业绩来确定,因而是一种短期的激励措施,容易导致管理层过度关注短期业绩和行为短期化等问题。自20世纪90年代以来,随着知识经济浪潮的兴起和企业国际竞争的日趋激烈,企业家人力资本在现代企业运作中的重要性日益突出,管理层期权计划(Executive Stock Option, ESO)这一长期激励机制正被越来越多的公司和国家所采用,以期形成如下良性循环: ESO 提供利益激励→管理层更积极工作→企业业绩上升→企业股价上扬(股东财富最大化)→ESO 提供激励。

美国是采用管理层期权计划最为广泛的国家,1994~1997年间,美国上市公司中实施 ESO 的比例从 10% 增加到 45%;与此同时,高级经理层的收入中,在基本工资、奖金和福利等传统报酬之外,来源于行使 ESO 的收入所占的比重越来越高,目前已达 36%

左右。另一方面,在资本市场和产品市场日益全球化、企业购并热升温的形势下,管理层股票期权计划渐成国际潮流。<sup>①</sup>长期以来一直崇尚平等薪酬的欧洲和日本企业也纷纷引入经理股票期权计划,以便向管理层提供更有效的长期激励机制,鼓励其更多地关注公司的长期持续发展。

#### 4. 关于证券市场对公司治理作用的争论

全球的公司购并市场在近 20 年来发展得如火如荼。例如,1990 年合并次数为 11 300 次,合并价值大约为 5 000 亿美元,而 1996 年的合并价值超过 10 000 亿美元,1997 年超过了 15 000 亿美元,1998 年则接近 25 000 亿美元。<sup>②</sup>对于控制权市场的作用,学者们存在着不同的看法。一些学者认为,当公司的内部治理结构无效时,公司控制权市场能够用于缓和代理冲突(Marris,1963; Jensen,1986)。敌意竞价的目标来自衰落或面临严重变化的行业,如果处于这些行业的公司没有对外部变化迅速作出反应,那么接管就会发生(Morck,1988)。一些经验研究为接管会增进靶子公司的效率提供了依据。对此持不同观点的学者则认为,接管并不一定与较差的公司绩效相关,而可能是出于广泛战略原因的考虑。就资产处置、经理人员解雇、全面的公司重构来说,接管通常会产生巨大的成本。第一,接管是昂贵的,但主要的绩效失败可能得到纠正;第二,当竞价的经理人员寻求能给他们带来私人控制利益的购并时,接管会导致代理成本的增加;第三,接管要求一个流动的资本市场,它能使竞价者短期内在别人缺乏注意的情况下获得巨大的资本;第四,由于经理层的游说,敌意接管是一个容易受到攻击的机制(Shleifer and Vishny,1997)。正是由于对公司控制权市场作用的怀疑引发了大量关于股东权利、反接管措施合理性

---

<sup>①</sup> 《Fortune》杂志评选的全球 500 家大型工业企业中已有 89% 的公司实施了高层管理人员股票期权计划。

<sup>②</sup> 殷醒民,《企业购并的金融经济学解释》,上海财经大学出版社,1999。

的争论,使得有关公司治理的文献在公司控制权问题的框架下得到发展,而且在不断增加并日益丰富。

5. 美、英等国公司经理报酬的大幅上升引发了关于公司治理问题的争论

科尼奥(Conyon)等人指出,使公司治理问题引人注目的是那些贪婪的公司经理,这表现在高级经理薪水的增长较之平均工资水平的增长要快得多,尤其是股票期权计划更大幅度地提高了他们的收入。股票期权计划允许高级经理在未来的某一期间内,可以以目前市价左右的价格购买公司的股份。在过去的十多年时间里,股票价格的大幅上升使股票期权的价值变得非常可观。结果是许多股票期权的受让人(经理)通过以前几十年从未有过的方式使自己富裕起来。高级经理的服务合同确保他们即使管理失败离开公司也可以领到丰厚的报酬,而与此同时,大部分工人的就业保障却在下降。社会公用事业公司的上市交易日益引起人们的特殊关注,因为很多公用事业公司的股票是以很低的价格出售的,这更使得股票期权变得有利可图。<sup>①</sup>比如,曾有调查显示,从1984年到1994年,英国1000多家知名公司高级管理人员的报酬以每年10.5%的速度上升。这些数字远远超过了这些公司员工的同期3.1%的报酬增长水平,而另一方面又几乎与这些公司的绩效不存在相关性。<sup>②</sup>为了应对上述问题以及弥补卡德伯里(Cadbury Code)报告的不足,英国又于1995年初成立了格林伯里(Greebury)委员会,于1995年发表了格林伯里报告,对董事会报酬水平的决定进行了原则性的规定。1995年12月成立的汉普尔(Hampel)委员会,综合了卡德伯里与格林伯里两个报告的研究成果,于1998年发表了汉普尔报告。汉普尔报告对董事、董事报酬、股东

---

<sup>①</sup> John Kay and Aubrey Siberston. Corporate Governance. *National Institute Review*, 1995, 8, 84~97.

<sup>②</sup> 黄忠苏. 经理激励与股票期权. 中华工商联合出版社, 2001.

角色、披露义务与审计四大方面内容进行了更广泛的原则性规定。为了全面提升上市公司的治理标准,伦敦证券交易所还以卡德伯里、格林伯里和汉普尔等三个报告为基础,提出了对上市公司具有约束力的“超级准则”。

## 6. 国内背景

目前,我国正积极推进公司治理改革,理论界对产权和股权结构、董事会、监事会的职能以及对经营者的激励作了较多探讨,这固然抓住了我国公司治理改革的主要方面,但对市场特别是资本市场对公司治理作用的研究明显不足,造成的一个错觉是,似乎上述问题解决好了我国的公司治理就能得到完善。然而,沪深股市中许多全流通的上市公司,经营业绩也是差强人意。这些公司通称“三无”公司,即无国家股、无法人股、无上级主管单位,因而不存在国有企业那样的政企不分问题。这说明即使不存在产权和股权结构等方面的问题,没有市场特别是资本市场的外部治理相配合,也不一定能保证公司运作高效。

如何建立上市公司的长期盈利基础而真正实现股东财富最大化,这是我国上市公司治理要解决的根本问题。有效的公司治理不仅需要完备的公司内部治理结构,还需要超越结构并能有效传导的外部治理机制。长期以来,我国资本市场发展曾一度定位于为国有企业脱困,这种指导思想使资本市场本来的资源配置机制和制度创新功能被扭曲。绝大多数上市公司是由国有企业改制而来,许多已经改制并上市的国有企业本身也缺乏规范性和透明度,它们仅有现代企业制度的框架或外表,在产权结构和治理机制方面都存在不少问题,更不用说那些包装造假的骗取上市者和那些假并购、假重组者。

我国公司治理的完善和发展需要市场机制的配合,在此背景下研究证券市场的公司治理机制,尤为重要。

## 二、研究意义

从国内和国际背景来看,各国政府及证券市场监管机构对公司治理的理论与实践都非常重视,公司治理与证券市场形影不离。值得思索的是,自由市场经济运行已有数百年的发达国家对公司治理的重视程度丝毫不亚于新兴市场国家,而且其公司治理运动的发展是在机构投资者的参与和证券交易所等监管部门的支持下取得的。<sup>①</sup>

更值得关注的是,在经济全球化的背景下,证券市场在金融体系中的地位日益重要,利用证券市场融资已经成为企业融资的主要渠道,加强证券市场对公司的治理在全球范围内成为一种趋势。

在各国的公司治理中,证券市场对公司治理的作用机制逐渐被各国政府所重视。原因在于,一方面,上市公司是证券市场的基石,上市公司治理的好坏直接影响证券市场的健康发展;另一方面,公司控制权,提高管理层作用的激励机制等其他治理机制都必须通过证券市场来完成。此外,上市公司还必须接受政府监管,证券市场监管机制同样对上市公司治理有强制作用。因此,研究证券市场对公司治理的作用机制,已成为各国公司治理学者的重要任务,以便为证券市场监管部门提供政策理论依据。

从中国公司治理的实践来看,一方面证券市场正逐渐成为企业融资的重要手段,直接融资成为我国投融资体制改革的发展方向,证券市场在我国经济生活中的地位越来越重要。另一方面,由于上市公司治理的不规范,严重地影响了证券市场的健康发展,证

---

<sup>①</sup> 最有代表意义的是,在伦敦证券交易所的推动下英国于 20 世纪 90 年代提出的三个报告,即 Cadbury 报告(1992)、Greenbury 报告(1995)和 Hampel 报告(1998)。Cadbury 报告注重公司的内部财务控制和风险管理,明确提出了公司治理的外部人模式,强调外部非执行董事在内部控制和审计委员会中的关键作用。Greenbury 报告的核心则在于董事会报酬水平的决定。Hampel 报告着重于董事、董事报酬、股东角色、披露义务与审计四大方面内容的广泛的公司治理原则。伦敦证券交易所以上述三个报告为基础,还提出了对上市公司具有约束力的“超级准则”,以全面提升上市公司的治理标准。

券市场的公司治理机制不能有效地发挥作用。

从理论来看,中国的证券市场始终把融资放在第一位,而忽略了证券市场的其他功能,特别是证券市场的公司治理功能。理论研究主要集中在证券市场的结构、效率等方面,对证券市场的公司治理机制研究较少,公司治理方面的研究也多数集中于公司的内部治理——即公司治理结构方面,改革的建议也多集中在改善公司治理结构,较少涉及证券市场的公司治理机制。

证券市场对公司治理作用的依据是什么,治理的途径是什么以及作用的条件是什么,证券市场与公司治理的关系如何,西方发达国家证券市场治理机制是否有效性的研究(控制权市场、股票期权激励等方面的有效性),这些问题的研究对中国证券市场的公司治理制度的制定和实施具有广泛的应用前景。

## 第二节 国内外文献综述

### 一、国外文献综述

#### 1. 关于证券市场控制权治理方面的研究

曼尼(Manne,1965)论证了资本市场要有效运作,一个有活力的公司控制权市场是非常必要的。这一市场允许有能力的管理团队在很短的时间内控制大量的资源。无效的管理者被那些更能胜任工作的人所取代。公司控制权市场的存在也为约束管理者提供了一个手段。一个公司如果不是追求股东财富最大化就可能被接管,其管理者也会被取代。

公司控制权市场可以以三种方式运行:代理人竞争、善意兼并和敌意接管。在代理人竞争中,部分股东试图说服其他股东采取共同行动并取消现任董事会。例如,有一个股东想改变公司的政策,他可以召集其他有相同观点的股东在股东大会上对董事会进行选举。为了这样做,他设法从其他股东那里获得代理权,从而可

以按他所代理的股份投票。代理人之争通常很难胜利,因为股份一般都分散在很多人手中。因此,代理人之争在我们考察的每一个国家中都不会频繁地发生(关于探讨股东选举方面问题的代理人之争的近期理论分析,参见 Bhattacharya,1997;耶尔梅兹,Yilmaz,1997;马奈克,Manug,1998)。

当两家公司同意合并创造价值时,善意兼并就会发生。合并的形式多种多样,如交换股票或者一公司购买另一公司的股票。善意兼并和收购在所有被考察的国家中都存在,并且在发生的交易中占绝大部分。普劳斯(1995)的研究表明,在美国,善意交易占所有交易的比例是 82.2%,在英国是 62.9%,其他欧洲国家是 90.4%。

公司控制权市场可以通过敌意接管运行,这种方式在收购方与被收购方对应付价格、将要实施的政策的有效性及其他因素存在矛盾时会发生。敌意投标报价使收购方可以越过目标管理层直接向股东报价。曼尼(1965)的研究表明,这一机制在确保资源、有效配置方面可能是非常重要的。然而,就像汉斯曼(Hansmann,1996)指出的,敌意投标报价起初出现于 1956 年,直到 20 世纪 60 年代才得以广泛应用,因此相对而言是近年来才出现的事情。在此之前很长的一段时间里,持股分散的公司一直都很常见。对敌意接管投标是否会引起公司管理效率的巨大变化目前还不是很清楚。

格罗斯曼和哈特(Grossman and Hart,1980)指出了这一公司治理机制运行中的一个问题,这与后来的观察相一致。现有股东有强烈的意愿去搭那些计划增加公司价值的敌意收购者的便车。一方面,如果敌意收购者的出价低于公司新政策将产生的合理价格,并且股东认为出价是可接受的,那么股份出让方会认为这样的出价没有意义。因而,如果是这样,投标不会成功。另一方面,如果敌意收购方的出价高于目前的价值并且股东认为出价是不可接

受的,那么股份出让方认为出让其股份是值得的,但这时投标会成功。在这两种情况下,股东的观点都与均衡不一致。惟一的均衡是收购方的投标价格等于公司新政策将产生的价格,在这种情况下,敌意收购方在考虑实施投标中发生费用之前的利润将为零。如果把这些费用考虑进去,利润将是负数,敌意收购方就没有实施收购的动机。

理论界对这一“搭便车”问题提出了许多解决方案。格罗斯曼和哈特(1980)的解决方案是,公司的章程应该使收购发生以后敌意收购方可以稀释小股东的利益。这意味着敌意收购方的出价可以低于公司收购后的价值并且投标仍然会成功。现任股东会明白如果保留股份,敌意收购方将稀释其利益。施勒弗和维希尼(1986)指出,如果敌意收购方在实施收购前能以低于收购前的价格获得大量股票,那么即使剩余的所有股票都以收购方计划的全价购进,收购方也会获利。伯卡特(Burkart,1995)的研究表明,大股东高价投标对其个人是最佳的,但这可能会导致损失和无效。

除了格罗斯曼和哈特提出的“搭便车”问题,公司控制权市场的运行还存在许多其他问题。其中一个问题来自投标者之间的竞争。假设开始确认收购目标花费的沉淀成本很高。一旦宣布开始收购,其他收购方会意识到这一目标很诱人,也会加入投标。通过确保收购目标以其全价出售,竞争会减少利润。如果考虑确认收购目标的起始费用,这意味着最初的投标者将受到损失。与“搭便车”问题不同,允许事后的稀释达不到激励收购方的满意效果。竞争的收购者会考虑稀释的好处并将其考虑投标。相反,持有大量以收购前价格购进的股票会使收购者获利。

公司控制权市场运行的另一个问题是管理层阻碍的可能性。管理者可能没有能力但想阻挠收购以保住工作,他们有很多办法达到这样的目的。

首先,他们比外部收购者有更大的信息优势。适当运用这些

信息,他们可能会阻挠收购的企图。例如,他们会巧言辩解敌意收购方的出价不够高,公司在目前政策下继续经营或等待其他投标者会更好。其次,他们可以运用许多反收购策略,例如“毒丸”、董事交叉选举及双重再资本化。“毒丸”策略是指在收购事件中,董事会赋予股东以超低价购买公司股票的权利。董事的交叉选举确保了每年仅有一部分董事(常常是三分之一)被取代,所以即使收购者获得所有投票权,也要花费一定时间控制董事会。双重再资本化策略涉及发行具有优先投票权的二级股份(即优先股),并且在其出售前需要更换成普通股份,这确保投票权集中在管理者的手里。

即使存在这些问题,敌意接管在美国和英国确实发生得很频繁。普劳斯(1995)指出,在美国,几乎10%位列1980年财富500强的公司曾经在敌意或开始属于敌意的交易中被收购。弗兰克斯和迈耶(1992)指出,在英国,20世纪80年代中期的两年时间里发生了35起成功的敌意接管,这比德国、法国或日本要高得多。弗兰克斯和迈耶(1993)进一步指出,在德国,1945~1994年只发生了3起敌意接管,他们对其进行了分析。他们以股票市场交易量大的活动为论据(Franks and Mayer, 1997),但他们的分析表明这样的收购并不能发挥约束作用。凯斯特(Kester, 1991)论证了同期日本大公司间从没有发生过敌意接管。在法国,敌意接管也很少见。

为什么在美国、英国和其他国家之间敌意接管的数量存在这些差别?一般认为其原因在于管制约束。事实上,德国、法国或日本对收购意向很少有明文限制。从某些意义上说,他们的规定比美国和英国更有助于收购的发生。例如,在德国大额持股必须公布的起点是25%,而美国和英国是5%,这表明在德国由格罗斯曼和哈特提出的“搭便车”问题以及收购者之间的竞争造成的障碍要小得多。对各国之间收购存在的差异更合理的解释是,日本交叉

持股的盛行以及德国和法国控股公司的结构和交叉持股,使得获得必要数量的股票很困难,而不是管制限制。

另外一个重要的争议是,公司控制权市场通过曼尼(1965)的论证所表明的那种方式导致效率提高的程度。有大量经验研究试图理解收购是否创造价值。詹森(1993)估计,美国1976~1990年目标公司的股票市场价值总共增加了7500亿美元。相比之下,似乎收购公司增值为零甚至可能是负数。虽然关于总价值(目标公司价值和收购公司价值之和)增加是由兼并收购引起的还是对以前股票市场价值被低估的反映存在争议,但股票市场数据表明其总价值确实大大增加了。施勒弗和萨默斯(Shleifer and Summers,1988)指出,另一种可能是收购带来的收益来源于收购打破了目标公司与工人和供应商之间的隐含契约。

大量研究试图用会计数据来确认目标公司价值增加的原因。例如,雷文斯科拉夫特和谢勒(Ravenscraft and Scherer,1987)以及赫尔曼和洛温斯坦(Herman and Lowenstein,1988)几乎没有发现公司在收购发生后业绩有提高的迹象。弗兰克斯和迈耶(1996)发现抽取的英国公司样本中敌意接管的目标公司业绩低下并非发生在收购前而是由于后来的资产重新分配造成的。有一些确实发现公司业绩变化和提高的研究(Kaplan,1989;Bhagat,Shleifer and Vishing,1990;Kaplan and Weisbach,1991;希利,帕勒普和鲁贝克,Healey,Palepu and Ruback,1992,1997)至少部分说明了收购的意义,因此关于这一问题的论据不是单一的。

## 2. 关于经理人员的薪酬方面研究

确管理者追求股东利益的另一种方法是构建适当的薪酬结构。戴蒙德和维热切尔(Diamond and Verrecchia,1982),霍姆斯特龙和蒂罗尔(Holmstrom and Tirole,1993)建立了资本市场和权变报酬(Contingent Compensation)之间互相影响的模型以达到此目的。假定投资者有收集信息的激励并且股票市场价格部分地反

映了这一激励,通过使管理者的报酬与公司的股票价格挂钩就可以提供这一激励。以股票价格为基础制定管理层报酬可采取的形式是管理层直接拥有股权、股票期权和视股价而定的红利。假定股票价格包含足够的关于公司未来预期盈利能力的信息,在理论上就能设计相当有效的确管理实现股东财富最大化的自动激励体系。

股票价格并不是能用来激励管理者惟一的权变因素。基于会计报表的业绩考核也被经常使用。股票价格的好处是它不像会计数据那么容易被管理层操纵。除了使报酬直接视权变因素而定以外,经理层也有可能因为业绩差而被解雇。如果其他公司感觉到业绩差是因为管理者的无能引起的,那么管理者可能很难再找到另外的工作从而受到严厉的惩罚。同时,其他公司会对那些业绩较好的管理者付出较高的报酬。经理人市场因而也在管理者激励方面发挥重要作用。

权变报酬除了提供促使管理者努力工作的激励外,可能还有不太理想的效果。如果经理人员报酬对股价很敏感,并且管理者在股价下降时面临的风险有限,那么他们就会有激励去冒险,他们可能会从好的业绩中获益很大,但因业绩差而受到的惩罚却是有限的。

在实践中关于经理人员报酬对于股价的最佳敏感度一直有争议。詹森和墨菲(Jensen and Murphy,1990)肯定了以前认为美国管理者报酬与业绩呈正相关的观点,以及对公司价值每变化1 000美元,CEO报酬就改变约3美元的估计,他们认为这一数字太小了。哈布瑞奇(Haubrich,1994)测度了一个把风险规避考虑进去的经过适当设计的委托—代理人模型,并且认为小的敏感度对合理的参数值是最佳的。对其他国家的经验研究很少。卡普兰(1994)考察了德国和日本薪酬和免职对业绩的敏感度,并且发现在这一方面他们与美国的情况相似。

美国近年来经理人员工资大幅提高,这部分是由于诸如詹森和墨菲等的观点引起的,这也导致人们的另一种关注,即董事会是否已经被控制并付给自己过高的报酬。值得一提的是,各国在经理人员工资水平上差异很大。美国的经理人员工资非常高,处于另一极端的是日本,其经理人员的工资似乎只占其美国同行很小的一部分;英国、德国和法国居中。

### 3. 关于高层持股方面的研究

赞成高层持股可提高公司业绩、公司业绩与高层持股正相关的主要观点包括:

(1) 激励一致论(Incentive Alignment Argument):管理层持有更多的股票可能会提高企业业绩,因为这意味着管理层和其他股东之间的货币激励取得了较好的统一(Jensen and Meckling, 1976)。

(2) 接管溢价论(Takeover Premium Argument):管理层持股越多,企业业绩可能会更好,因为管理层更有能力抵制来自控制权市场接管的威胁,因此,公司的接管者将被迫支付较高的接管溢价(Stulz, 1988)<sup>①</sup>。

(3) 监督论(Monitor Argument):大股东可能更有能力监督和控制管理层,因此,也许有助于公司业绩(Shleifer and Vishny, 1988)。

(4) 报酬论(Reward Argument):有较好业绩记录的企业将以股权奖励经理层,因此,较好的业绩将提高管理层持股比例(Kole, 1996)。

(5) 内部人报酬论(Insider-reward Argument):当其他条件不变时,当经理层预期企业的业绩良好,相应地,企业价值上升时,他

---

<sup>①</sup> Stulz(1988)认为,管理层持股越高,被敌意收购的可能性就越小。但这同样也可以进行完全相反的理解,即管理层持股越高,被敌意收购的可能性越小,公司控制市场就越不能发挥应有的作用。

们将更偏好股权补偿,因此,在企业具有较高的公司价值时,内部人股权比重也较高(Cho,1998)。

(6) 内部人投资论(Insider-investment Argument):当拥有股权的经理预期公司未来业绩上升时,他们将增加其股票所有权份额;反之,将减少股权份额(Lord & Matin,1997)。

认为高层持股将使企业业绩下降、企业业绩与高层持股负相关的主要观点包括:

(1) 壕沟论(Entrenchment Argument):管理层持股更多,可能会使公司业绩下降,因为管理层持有大额股份将使其无需考虑其他利益相关者的利益。管理层可能足够富有而不再需要采取最大化利润行为,而是追求最大化市场份额或技术领导地位等(Morck, Shlerfer and Vishny,1988)。

(2) 资本成本论(Cost of Capital Argument):所有权集中度的增加(不论所有者在企业高级管理层扮演何种角色)将使公司业绩下降,因为这导致市场流动性下降,或导致代表投资者利益的分散化投资机会减少,从而提高了公司的资本成本(Fama and Jensen, 1983)。

(3) 管理层持股的比例越高,经理服务市场就越不能发挥应有的作用(Morck, Shlerfer and Vishny,1988)。

(4) 自然选择论(Natural Selection Argument):这种观点认为,具有低效率所有权结构的公司从长期看将无法生存,在这一意义上,任何一种所有权结构都是由公司业绩所决定的。Demsetz (1983),Demsetz and Lehn(1985),Kole and Lehn(1997)论述了这种所有权结构的内部规律。

也有一些学者认为,高层持股与企业业绩并非是简单的单函数关系,而是呈现出一种屋顶状的相关关系。这种观点综合了前面研究的一些结论,例如:

(1) Stulz 综合理论:Stulz(1988)提出了一个关于管理层持股

和业绩之间呈屋顶状关系的模型,该模型综合了壕沟论和接管溢价论两种观点。

(2)Morck 等的综合理论:Morck,Shlerfer and Vishny(1988)提出,当管理层持股比例较低(在 0%~5%之间)时,激励一致论比壕沟论能更好地解释管理层持股和业绩之间的关系;当管理层持股比例较高(在 5%~25%)时,情况则相反;当管理层持股比例进一步增高(超过 25%)时,公司的盈利能力又开始缓慢上升。

#### 4. 关于信息披露方面的研究

有关强制进行信息披露方面的经济学文献较多,主要是在美国。例如,伊斯特布鲁克等人(Easterbrook Frank & Daniel Fischel,1984)的《强制披露与投资者保护》、卡斐和约翰(Coffee, & John C.,1984)的《市场失灵与强制披露的经济学分析》、福克斯和梅利特(Fox and Merritt B.,1997)的《全球市场的证券披露》、比什瞿克和卢西安(Bebchuk & Lucian A.,1992)的《联邦主义与公司法:州际间公司法竞争的合理界限》等。也有部分人主张,是否公开披露有关信息应该由公司自行选择,不应该通过法律强制,例如马西和约娜桑(Macey & Jonathan R.,1994)的《行政机关与利益集团的形成》。由于国内对信息披露的理论介绍很多,本书不对这些文献作进一步评析。

#### 5. 关于证券市场效率方面的研究

关于证券市场效率问题,最有影响力的理论应首推 E. F. Fama 在 1970 年提出的“有效率市场假说”(Efficient Market Hypothesis)。该假说认为,若证券市场在价格形成中充分而准确地反映全部相关信息,则称该市场为有效率市场。若证券价格并不由于向所有证券交易参与者公布了信息集而受到影响,那么就说明该市场对信息集是有效率的<sup>①</sup>。换言之,能够有效地利用经济、

---

<sup>①</sup> 新帕尔格雷夫经济学大辞典,第 2 卷,经济科学出版社,1993.128~132.

金融等各方面信息的证券市场,就是“有效率市场”。就规范而言,假定不同的相关信息被渗透到证券价格中,按照证券市场上信息集的三种不同类型将市场效率划分为三种,即弱态有效市场(Weak form EMH)、半强态有效市场(Semi-strong form EMH)和强态有效市场(Strong form EMH)。经过大量实证分析,大多数检验结果表明,发达国家的证券市场符合弱态有效和半强态有效的资本市场有效理论。但是,强态有效市场理论并不成立。

迈克尔(Malkiel,1992)进一步对市场有效的含义进行了便于实证分析的概括。根据法玛和迈克尔的定义,市场效率的检验主要有回报预测力测试、事项研究和私有信息测试。

美国学者比弗(William H.Beaver,1988)指出,市场效率并不包含社会需求性的含义;(这种)市场效率只是讨论信息和股票价格之间的关系,认为市场效率越大,间接的资源配置就会更好的论断难以成立。也正因为如此,萨缪尔森对市场的信息有效性和资源配置有效性的区分才具有积极的重要意义。于是,在检验证券市场价格信号的信息效率的同时,对证券市场价格信号的资源配置效率同样需要做出检验。

Black(1986)关于有效率市场的定义:有效率市场是这样一种市场,其股票价格的变化幅度处于其价值的2倍因子范围之内,也即股票价格不低于价值的1/2,不高于价值的2倍。

## 6. 公司治理的界定

国外学者关于公司治理的定义或描述:

(1) Philip L.Cochran 和 Steven L.Wartick(1988)认为,公司治理是指高级管理阶层、股东、董事会和公司其他相关利益者的相互作用中产生的具体问题。构成公司治理问题的核心是:谁从公司决策或高级管理阶层的行动中受益,谁应该从公司决策或高级管理阶层的行动中受益?当在“是什么”和“应该是什么”之间不一致时,一个公司治理问题就会出现。

(2) Cadbury 委员会 1992 年提出的一份研究报告指出,英国公司治理的两条基本原则是:管理者必须有经营公司的自由,以及这种自由必须是建立在一种有效的责任框架中。

(3) Tricker 认为,公司治理就是存在于治理主体与其成员、管理者、其他利益相关者、审计员和政策制定者之间的正式和非正式的联系、网络及结构。并且他认为公司治理的两个关键因素就是监督管理者的绩效和保证管理者对股东和其他利益相关主体的责任。

(4) Keasey 和 Wright 认为,公司治理和责任机制在于确保代理人按照股东和其他相关者的利益行事。

(5) Hart 认为,组织中只要存在代理问题及不完全合约,公司治理问题就必然产生。

## 二、国内文献综述

### 1. 关于中国证券市场效率方面的研究

随着证券市场的建立与发展,国内学者对我国证券市场的效率问题给予了积极的关注。从中国的现实情况来看,股市有效性的检验主要集中于是否弱式有效,从实证支持分析,1993 年以前的研究数据得出的结论是非市场有效,此后的研究大多支持弱式有效,这反映了中国股市存在明显的阶段性变化。此外,一些学者对中国股市若干时间区间段进行了子样本实证分析,结果也说明证券市场效率随发展阶段而不断提高,如吴世农(1994,1996)、宋颂兴和金伟根(1995)、陈小悦等(1990)。近年来,国内学者对实证支持的中国股市弱式有效提出广泛争议。戴国强等(1999)认为,国内学者对市场有效性检验仍主要停留在随机游走模型上,但满足随机游走模型只能是市场有效的充分条件,而非必要条件。魏玉根(2000)则认为,股市的有效性应是股市异常收益的随机性,而不是股价变动的随机性,并对能否得出中国股市弱式有效视为一个有待研究的问题。王开国(2001)对中国证券市场复合收益率进

行检验,实证结果发现,中国股票市场的定价机制不完全,呈弱有效性态式。

尽管法玛(Fama)的市场有效理论为许多人所推崇并得到相当部分的实证支持,但在现实中这一理论仍然面临许多矛盾与难题。按照国外成熟的资本市场理论,市场有效性本身就是证券市场效率。因为在有效率的市场中,通过证券市场的价格机制与信息机制,完全可以实现资源的优化配置。同样,按照资本市场有效理论,中国证券市场效率是低效、甚至无效率的。但是,这能否说明,中国证券市场的整体效率是低效率或无效率的?这种简单判断是值得商榷的,单纯用市场有效性理论难以对中国证券市场效率做出合理性解释。从证券市场效率的第一层含义,即资源动员能力分析,中国证券市场在短短的十几年期间发挥了强有效的资源动员功能,实现了传统经济下银行主导型融资制度向市场经济条件下证券市场融资制度的有力切换,社会主义市场经济融资制度框架基本上建立起来。

## 2. 中国上市公司管理层持股与公司绩效关系的实证研究

中国上市公司管理层持股与公司绩效关系的实证研究是近年来理论研究的热点之一,袁国良等(1999)以1996年和1997年年报为依据,随机抽取了100家上市公司为样本,对这些上市公司高级管理层(包括董事、监事和高层经理)的持股比例与公司经营业绩的相关性进行了回归分析。回归结果表明,目前上市公司的经营业绩与公司管理层持股比例之间基本不相关,而且,即使非国有控股上市公司,高级管理人员持股比例与公司经营业绩的相关性也非常低。他们认为,我国上市公司独特的股权性质是造成管理层股权激励不明显的重要原因。魏刚(2000)以1999年4月30日公布年报的816家A股上市公司为样本,对上市公司高级管理人员的年度报酬和持股比例与公司绩效之间的关系进行了实证分析。他的研究结果表明,上市公司高级管理人员年度货币收入偏

低,报酬结构不合理,形式单一,收入水平存在明显的行业差异。“零报酬”现象严重,高级管理人员持股水平偏低,“零持股”现象比较普遍。高级管理人员的年度报酬与上市公司的经营业绩并不存在显著的正相关关系。高级管理人员的持股也没有达到预期的激励效果,持股数量与公司经营绩效并不存在“区间效应”,高级管理人员的报酬水平与企业规模存在显著的正相关关系,与其所持股份存在负相关关系,并受所处行业景气度的影响。李增泉(2000)以1999年4月30日前披露年报的848家上市公司中的799家和748家公司为样本,分别研究了经理人员(仅包括董事长与总经理)的持股情况、年度报酬与公司绩效之间的关系。他认为,我国上市公司经理人员的年度报酬并不与公司绩效相关联,持股制度虽然有利于提高公司业绩,但大部分公司经理人员的持股比例都比较低,因此不能发挥其应有的作用。

魏刚、李增泉等人开拓性的研究,其研究结果也基本一致,即对于中国资本市场而言,上市公司管理层持股比例与公司绩效之间不存在明显的相关关系,这一成果与西方学者的研究结果存在明显差异,是否对中国上市公司而言,管理层持股与公司业绩之间真的不存在关系呢?简单的思考表明,当管理层持有的股票占其个人财富的相当大比重时,管理层持股不可能不产生激励作用,因此,管理层持股市值与公司业绩之间可能存在某种关系。特别是,魏刚和李增泉等人的研究都没有考虑管理层的间接持股,而只考虑从年报上可以读到的管理层直接持有的流通股数量,尽管我们也理解管理层间接持股的数量不易获得,但忽略间接持股这一研究方法本身存在问题,对某些上市公司而言,管理层所持的流通股可能只是其所持有的股份中的一小部分,大部分可能都是管理层间接持有的非流通股。

### 3. 中国公司治理机制方面的研究

对于国有大中型企业来说,无论是实行承包制还是股份制,都

存在严重的代理问题,即由于企业经营者拥有企业经营的信息优势,而经营者与国家的利益取向不同,从而导致所有与经营相矛盾的现象。学者青木昌彦将这种现象称之为“内部人控制”(Insider Control)。<sup>①</sup>也正因为如此,企业治理结构问题成为学者们研究的重点,他们希望通过合理的治理结构安排,实现所有者与经营者激励相容的目标,解决“内部人控制”、国有资产流失等问题。世界上两类典型的企业治理结构模式为,英美的证券市场主导型模式与德日的主银行模式。我国学者在借鉴上述两类模式的基础上,结合中国的国情提出了不少有见地的企业治理结构模式,其中主要代表性的观点有:(1)建立等级制的国有持股模式(吴敬琏,1993)<sup>②</sup>,这一方案事实上是与完善国有资产管理体制联系在一起的,国有持股公司事实上执行了所有者的职能,是连结政府与国有企业的一个链条。从1995年起这一方案已在全国开始试点。(2)认为在一国经济转型过程中,采用相机决策的共同治理模式,由此形成的企业治理结构接近于日本公司的主银行体制(青木昌彦,钱颖一,1995)。(3)“股权转债权”模式,建议通过将国有资产转换为债权,由债权人履行对国有企业监管的义务(张维迎,1994)<sup>③</sup>。(4)“债转股”,即将国有企业对银行的负债转换为股权,由专门的资产管理公司负责对国有企业的监管(周小川,王林,肖梦,银温泉,1994)<sup>④</sup>。这一方案目前也已付诸实施。(5)有的学者认为,通过创造公平的市场竞争环境来促使经营者透露充分的信息,利用市场体系中的各种子市场(包括产品和生产要素市场、经理人市场及资本市场)对国有企业从外部进行监管,产权改革并不重要(林

---

<sup>①</sup> 青木昌彦,钱颖一. 转轨经济中的公司治理结构:内部人控制和银行的作用. 中国经济出版社,1995.

<sup>②</sup> 吴敬琏等. 大中型企业改革:建立现代企业制度. 天津人民出版社,1993.

<sup>③</sup> 张维迎. 从现代企业理论看中国国有企业的改革. 经济学消息报,1994年11月17日.

<sup>④</sup> 周小川,王林,肖梦,银温泉. 企业改革:模式选择与配套设计. 中国经济出版社,1995.

毅夫,1997)<sup>①</sup>。(6)通过“监理制”对国有企业进行监管,即通过建立具有公正性质的监理师事务所来替代当前正在实行的特派稽查员制度(黄河、苏耀彬,1999)<sup>②</sup>。

#### 4. 公司治理的理论解释

国内学者关于公司治理的定义或描述有：

(1)所谓公司治理结构或称公司体制结构是指一组联系并规范所有者(股东)、支配者(董事会)、管理者(经理)、使用者(工人)相互权力和利益关系的制度框架(刘伟,1994)。

(2)所谓公司治理结构,是指由所有者、董事会和高级执行人员即高级经理人员三者组成的一种组织结构(吴敬琏,1994)。

(3)企业所有权是企业治理结构的安排,具体来说,则是特定条件或阶段下分别不同地由企业投资者、经营者或出资者主要控制的决策权、剩余权和财产权等状态(刘小玄,1997)。

(4)公司治理结构本质上就是一个关于企业所有权安排的契约(杨瑞龙、周业安,1997),而且他们进一步认为,企业治理结构就是一套治理企业交易关系的制度安排,包括外部治理机制和内部治理机制(杨瑞龙、周业安,1998)。

(5)公司治理机制所要解决的是由所有权与经营权分离造成的“代理人问题”(朱天,1998)。

### 第三节 研究的对象和内容

#### 一、研究对象及相关概念

本书主要研究证券市场对公司治理的作用。有效的公司治理离不开市场的功能。现代公司治理的要素无不与市场相关联,公

---

<sup>①</sup> 林毅夫、蔡昉、李周. 充分信息与国有企业改革. 上海三联书店, 上海人民出版社, 1997.

<sup>②</sup> 黄河、苏耀彬. 国企生死路. 中国经济出版社, 1999.

司股权制约的有效离不开股票市场或资本市场。“控制权市场”被认为是西方公司治理最有效的和简单的手段。在这个意义上讲，公司治理的建设过程就是市场经济发育和发展的过程。

与现代公司治理关系最为密切的股票市场是公众公司股权交易的市场，内在地要求做到公开、公正和公平。监管部门的存在及其监管行为旨在维持市场的“三公”原则，可以说，现代公司治理的高级形态与现代证券市场的监管理念是高度统一的。

### 1. 公司治理的范围界定

综合国内外关于公司治理的界定，公司治理可从广义和狭义两个角度来理解。从狭义上看，公司治理主要是指公司董事会的结构与功能、董事长与经理的权利与义务以及相应的激励与监督方面的制度安排等内容。狭义的公司治理是指，控制公司的体系，公司治理的目的在于明确公司的不同参与者（如董事会、经理、股东和其他利益相关者）之间权利和义务的分配，并清楚说明就公司事务进行决策的规则和程序。公司治理同时提供公司目标确定、实现这些目标的手段和业绩监控的结构。

广义的公司治理则不仅包括狭义的公司治理的若干方面，同时还涵括了公司的人力资源管理、收益分配激励制度、财务制度、企业战略发展决策管理系统、企业文化和一切与企业高层管理控制有关的其他制度，或者说是“董事和高级管理人员为了股东、职员、顾客、供应商及提供间接融资的金融机构的利益而管理与控制公司的制度或方法”（胡汝银，1997），简言之，就是公司的“管控软件”（刘苟佳，1998）。《金融时报》的一篇文章指出：“公司治理，从狭义上看，可定义为公司和其股东的关系，从更广的含义上看，可看做公司和社会的关系。广义的公司治理还包括诸如信息披露等有关内容。”世界银行行长沃尔芬森指出：“公司治理是关于如何提高公司的公平、透明和责任。”本书对公司治理的研究是基于公司

治理的广义角度的研究。

## 2. 证券市场的有效性

证券市场的有效性是指价格反映信息的效率,或者是指市场将一切信息融入价格的速度和准确性。如果一个市场的价格能迅速而准确地反映一切信息,则认为该市场有效。本书对证券市场有效性的研究是基于上述概念,应用 Fama 于 1970 年对市场有效性的总结——资本市场效率在不同信息环境下具有三种有效形式,即弱式有效、半强式有效和强式有效。

## 3. 证券市场对公司治理的作用

本书从证券市场的市场治理机制和证券市场监管的治理机制两方面界定证券市场对公司治理的作用,证券市场的治理机制包括价格机制、控制权机制和股票期权机制三方面。证券市场监管的治理机制包括事前治理、事中治理、事后治理。主要通过发行、上市制度,信息披露制度,退市制度等。证券市场的监管部门(通常为证券交易所)通过制定监管制度来实现对上市公司的治理。证券市场的公司治理机制如图 1 所示。

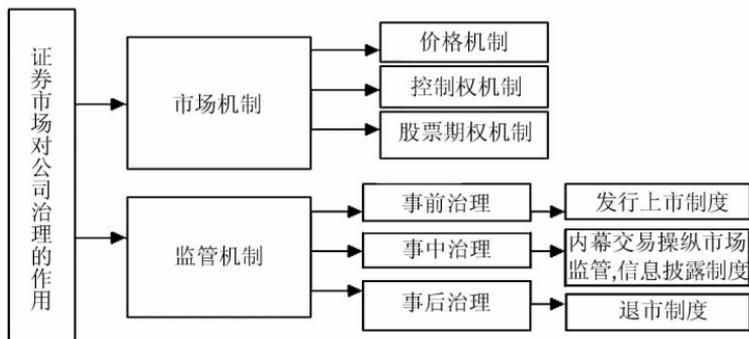


图 1 证券市场公司治理机制

## 二、研究的主要内容

本书通过对证券市场治理作用的全面研究,拟解决如下问题:(1)国外研究证券市场对公司治理作用的理论有哪些?他们研究的重点和分歧在哪里?(2)证券市场对公司治理作用有哪些?作用的机理和途径以及作用的条件等。(3)通过比较研究考察当代西方发达国家证券市场对公司治理的作用,总结发达国家的先进经验,指导我国的证券市场监管制度建设和公司治理改革。(4)为中国的证券市场参与上市公司的治理从理论上提供一些依据,并给予一些政策建议。本书拟从以下几方面的内容对证券市场的公司治理作用进行研究:

### 1. 证券市场对公司治理作用的理论起源

利用文献分析的方法,从代理理论、证券市场理论、监管理论三个方面对证券市场的公司治理机制进行分析研究。找出证券市场公司治理的理论来源,为证券市场参与公司治理提供理论依据。

### 2. 证券市场的市场治理作用研究

在文献研究的基础上对市场机制,即证券市场的股价机制(方便出资者了解公司经营信息,降低了监控的信息成本)、控制权机制(能够及时发现公司经理管理效率低,并以更好的经理来取代之)、股票期权机制(是公司治理向经营者提供了一种激励机制,使之按所有者利益选择行动)作用的原理以及治理途径进行系统的理论分析。

### 3. 证券市场的监管治理作用研究

从事前治理、事中治理、事后治理三方面对公司治理机制进行分析研究。论述证券市场公司治理的有效工具——信息披露制度,为政策方面的建议作理论铺垫。

### 4. 证券市场对公司治理的作用有效性研究

从证券市场的效率入手,研究证券市场的效率对公司治理机

制的影响,从会计信息的透明度、审计系统的独立性、强制信息披露制度三方面论述保障证券市场公司治理机制有效运行的保障体系。

#### 5. 证券市场对公司治理的作用比较研究

从市场机制、监管机制、治理模式等方面比较研究,考察当代西方发达国家证券市场的公司治理机制,总结发达国家的先进经验。

#### 6. 中国证券市场对公司治理的作用研究

系统分析中国证券市场的公司治理机制,找出我国证券市场公司治理机制功能缺陷的原因,比照发达国家的成熟经验,对中国证券市场公司治理机制的完善和发展提出政策性建议。

### 第四节 研究方法及研究框架

#### 一、研究方法

基于文献的理论分析,在研究方法上,本书采用实证分析和规范分析相结合的方法。

规范科学(Normative or Regulation Science)是探讨确立有关“应该是什么”的系统化知识体系;实证科学(Positive Science)是关于“是什么”的系统化知识体系。两者并不是相互割裂的,而是相互补充的,有相得益彰之功效。因此,本书采用了规范分析与实证分析相结合的研究方法,即在构筑一个基本理论框架的基础上结合经验数据进行应用研究。我们构建了一个分析框架,如图2所示。

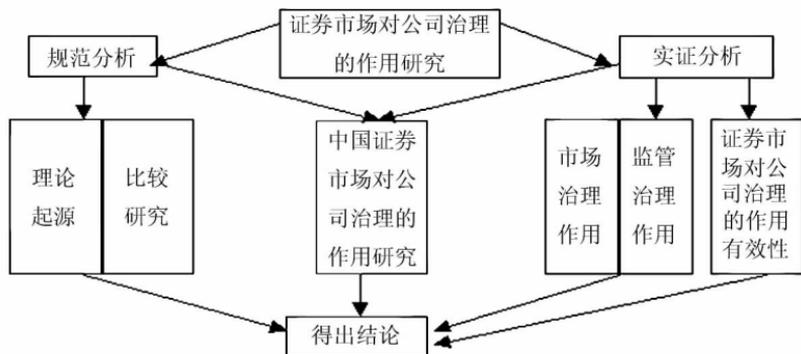


图 2 本书研究方法图示

该分析框架兼容了逻辑推理性的规范研究、比较性的规范研究、描述性实证研究以及解释性实证研究的内容。关于证券市场公司治理的理论起源研究采用了逻辑推理性的规范研究,对证券市场的监管治理作用的研究采用了描述性实证研究,对证券市场的公司治理作用的比较研究采用了比较性的规范研究,对证券市场的市场治理作用的研究采用了描述性实证研究,对证券市场治理效率的研究采用了解释性实证研究,对中国证券市场公司治理作用的研究采用了实证分析与规范分析相结合的方法。

事实上,在分析中,实证分析与规范分析很难截然分开,但实证分析是以规范分析为前提和归宿,规范分析是以实证分析为依据的。

我们利用经济学和管理学中的研究方法,从各个不同的角度来探讨证券市场对公司治理的作用,力图使论证比较充分,分析比较透彻。

## 二、研究框架

### 1. 研究思路

本书的研究以证券市场对公司治理的作用理论溯源为研究起

点。委托—代理理论认为证券市场是公司治理的有效机制,证券市场理论认为证券市场具有公司治理的作用,监管理论认为证券市场存在失灵,需要监管加以矫正,监管对公司的治理是强制性的。委托—代理理论、证券市场理论、监管理论对证券市场参与公司治理提供了理论依据。

证券市场参与公司治理的理论依据只是我们的一个理论起点,接下来的问题是:证券市场如何参与公司治理?证券市场具有哪些公司治理机制,这些公司治理机制的途径是什么、效率如何?在不同的国家中,证券市场的公司治理机制是否存在差异?治理机制中,是否有一种可以作为我们学习的样板,或者,这些机制中只是某些值得我们学习,而另一些则未必。

要回答这些问题,就要研究证券市场对公司治理的作用,包括市场机制和监管机制,并且进行比较研究。各国公司治理的演变表明:证券市场的公司治理机制正逐渐为越来越多的国家所效仿,而以前不重视证券市场公司治理机制的国家,例如日德型公司也逐渐开始注重发挥证券市场治理的作用。证券市场对公司治理的作用机制逐渐被各国政府所重视。

证券市场对公司治理的作用主要体现在:(1)证券市场的股价机制,方便出资者了解公司经营信息,降低了监控的信息成本;(2)以证券市场为基础的接管,能够及时发现公司经理管理效率低,并以更好的经理来取代之;(3)管理者的期权报酬合同是公司治理向经营者提供的一种激励机制,使之按所有者利益选择行动。(4)证券市场监管机制,对上市公司治理具有强制作用。

证券市场的有效性影响公司治理机制的发挥,证券市场的低效率限制了治理作用的发挥,为了发挥证券市场治理作用的效率,会计的透明度、审计的独立性、强制信息披露制度等保障体系是不可缺少的。本书的研究及结构安排如图3所示。

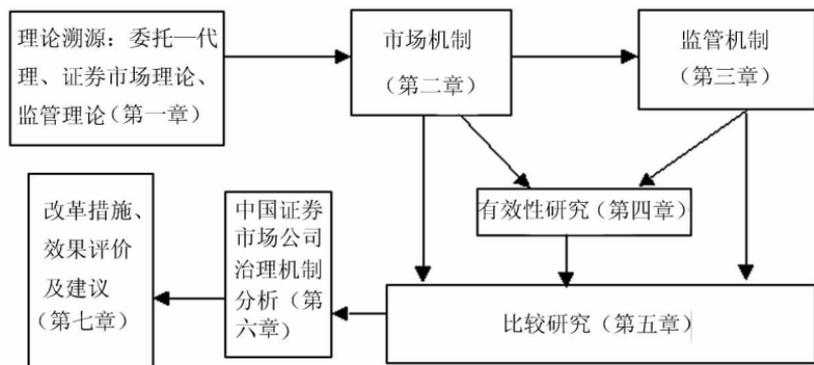


图3 本书结构关系图

## 第一章 相关理论背景

证券市场对公司治理的作用研究属于证券市场理论与企业理论的交叉领域研究。关于证券市场的理论研究大体分为宏观和微观两个层次,宏观上的分析着重于资本市场对经济发展作用及其机理的讨论,而微观上的分析则着眼于金融工程和资本证券定价的技术性研究上。从本书的角度看,资本市场理论中的宏观分析是本书的一个理论渊源,企业理论中的代理理论认为,公司所有权和控制权的分离产生了股东和公司实际管理者之间的委托—代理关系,而只要满足存在代理问题和合约不完全两个条件,公司治理问题就必然会产生,证券市场是解决公司治理问题的一个有效机制,因此代理理论构成了本书的第二个理论渊源;由于存在“市场失灵”,市场机制需要监管机制的矫正,所以证券市场的监管理论形成了本书的第三个理论渊源。

### 第一节 委托—代理及理论

20世纪70年代以来,经济学家们为了改进委托—代理关系产生的代理成本问题,努力进行探索。在有关理论文献中,有两种在研究方法上存在明显区别的理论。一种为阿尔钦和登姆塞茨(Alchian and Demsetz)及詹森和梅克林开创,人们称之为“实证代理理论”,其特点是倾向于更为直觉的分析,侧重于分析签订契约和控制的制度因素;另一种由威尔森(Wilson)、斯宾塞和泽克海森(Spence, Zeckhauser)、罗斯(Rose)、霍姆斯特龙(Holmstrom)以及格罗斯曼和哈特(Grossman, Hart)等人开创,被人们称之为“委

托—代理理论” ,其特点是倾向于使用更为正式的模型 ,用来阐明各种特定模型所需要的准确的信息假定。

虽然这两种理论在研究方法上有明显的区别 ,但两者的实质是相同的 ,都致力于发展一种合约理论 ,提出了一系列公司治理机制 ,旨在使受自我利益驱动的代理人能以委托人的效用目标为行为准则 ,使代理成本最小化。

## 一、委托—代理及公司治理问题的产生

### 1. 委托—代理问题的产生

企业中的委托—代理是伴随着所有权和经营权的分离逐步发展起来的。现代公司的发展使“所有者控制”变为“经营者控制” ,对当时占主导地位的股东主权思想提出了挑战 (Berleand and Means ,1932) ,到了 20 世纪 60 年代 ,勒纳进一步证实了他们的观点。

公司所有权和控制权的分离产生了股东和公司实际管理者之间的委托—代理关系 ,而只要满足存在代理问题和合约不完全两个条件 ,公司治理问题就必然会产生。斯蒂格利兹指出 ,委托—代理关系即是“委托人(如雇主)如何设计一个补偿系统(一份契约)来驱动另一个人(其代理人)为委托人的利益行事”(New Palgrave)。在现实经济生活中 ,代理问题几乎无所不在。

在代理理论中 ,对他方的行为承担一定的风险因而获得监督他方的权利的一方 ,被定义为“委托方”(如股东) ,相应地 ,“代理方”(如董事会)则指不一定为自己的行为负责的一方。换句话说 ,在一种委托—代理关系中 ,“风险承担者”(委托人)不一定是“风险的制造者”(代理人)。

委托—代理理论揭示 ,公司治理的主题是由股东与经营者之间的相互制衡引起的。由于现代企业是以大规模生产、复杂的技术创新和内部层级制管理为基础的 ,两权分离已经成为其基本特征 ,如果代理人能够毫无私心地完全为委托人的利益行事 ,则将不

存在所谓的代理问题。但是,由于委托人和代理人毕竟是两个不同的人(主体),他们之间存在利益不对称和信息不对称。因此,委托人为防止代理人损害自身的利益,就必须通过严密的契约关系和有效的监督来限制代理人的行为,以确保自身的利益,为此而付出的成本就是代理成本。

所有权和控制权的分离,以及由此而产生的委托—代理关系,是公司治理问题产生的根源,也是公司治理的理论基础和目标,谁拥有控制权,谁应拥有控制权,公司参与各方的权、责、利等一系列公司治理安排,只有在充分理解委托—代理关系的基础上,才有可能得到较好的解决。

## 2. 代理成本分析

代理成本的实质是指在所有权与经营权分离的情况下,所有者力图通过经营者控制经营,使经营目标合乎所有者预期所支出的费用。代理成本的大小与两权的分离程度相关,而后者又与股权分散程度相关。股权越分散,所有权和经营权的分离程度就越大,委托人的监督费用和可能的剩余损失也就越大。此外,委托—代理层级越多、范围越大,谈判和监督的费用就越高,代理成本也相应提高。如果代理成本超过了一定限度,那么委托人就会减小监督力度甚至放弃监督,从而公司就可能出现“内部人控制”现象。在“内部人控制”的情况下,企业的经营目标主要受到经理人员意志与行为的影响,所有者对于企业经营目标处于失控状态,面临很大的经营风险。

公司是一种现代化的组织形式,它能兼得资本聚集和专业化管理的好处。当然,这种好处也是有代价的,即股东与经理之间存在着由委托—代理关系带来的激励不相容。一方面,股东把公司看成是一种投资工具,他们以投入公司的资本承担风险,但对公司的经营影响不大,因而他们期望经理能够为实现股东利益最大化而勤勉工作。另一方面,经理把公司看成工资、地位和“在职消费”

的来源,股权收入仅是经理与公司之间利益联系的一个很小的方面,因而经理的行为必然是实现其自身利益的最大化。在这种情况下,便出现了由两者利益冲突导致的激励不相容。对于这种利益冲突的一个直接的解决办法就是设计一个“完全和约”。这个“完全和约”规定了未来所有情况下经理所应采取的行为,从而避免了经理的决策对股东利益的偏离。然而,由于客观世界的不确定性和人的有限理性,订立“完全和约”的成本将极为高昂。因而,一个可行的办法是股东在一定程度上允许经理的自利性行为的存在,并承担由两者利益冲突所导致的成本。经济学上将这种成本称为“代理成本”。

股东与经理的利益冲突在很大程度上影响了公司的价值,因而了解股东与经理之间存在哪些代理成本,以及在何种情况下某类代理成本更高,对确定公司价值十分重要。代理成本大致分为两类:经理的偷懒行为(Shirking),即经营者所付出的努力小于其所获报酬;机会主义行为(Opportunism),即经营者付出的努力是为了增加自己而不是所有者的利益。

(1) 偷懒行为导致的成本。首先,劳动经济学中的一个基本结论是:雇员在决定他的努力程度时总是试图平衡收入与闲暇的此消彼长的关系,当收入和闲暇带来的边际收益相等时,雇员的最优努力水平也就确定下来了。这一结论对于理解经理的偷懒行为很有帮助,詹森和麦克林(1976)认为,股东在公司中所占的股权比例越小,经理偷懒的动机也就越强。也就是说,由于经理只承担偷懒成本的一部分,却能享受偷懒带来的全部好处,因而收入的边际收益小于闲暇的边际收益,经理会选择更多地偷懒。经理在公司中拥有的股权比例越小,偷懒的动机也就越大,公司的价值损失也就越大。但在实证研究中,由于偷懒行为是不可测量的,所以相应的定量分析很困难。

此外,公司比管理它的经理更“长寿”,这也是导致代理成本的

重要原因。股东更倾向于从长远来考虑公司的决策,他们的目标是在公司的整个生命周期中公司价值最大化。而经理则追求任职期间(通常短于公司生命周期)个人利益最大化。正因为如此,经理更关心投资回报的速度而不是数量,这一点在经理临近职业生涯的末期尤为明显。例如,研究和开发(R&D)从长期看能为公司带来可观的效益,但如果这种效益在经理任职期间显现不出来,经理就会降低用于研发的投入。斯隆(1993)的实证研究证实了经理的任期长短与研发投入之间的负相关关系。另外,当外部市场难以确认某项投资的价值时,经理的短期行为就十分明显。瑞思(1983)的研究表明,经理往往会拒绝那些虽然初期收益不佳但总体收益很大的项目。不过,由于我们不可能事先知道经理有多少种选择,所以对短期行为的成本在实证上也很难测度。

(2) 机会主义行为导致的成本。相对于股东而言,经理往往有着更高的风险规避偏好。这是因为股东可以通过分散化来消除物质资本的非系统风险(如资产组合理论所建议的那样),但经理却不可能通过分散化来降低他的人力资本风险。经理的个人命运是与他所在的公司息息相关的,他的工资收入、股票期权收入和人力资本的增值均依赖于该公司的存续。如果公司倒闭了,经理丧失的不仅是金钱上的收入,而且他的人力资本在劳动力市场上也会大幅贬值。公司倒闭对于经理的职业生涯的打击往往是致命的,而公司的繁荣带给经理的现实实惠则要小得多。因此,经理的地位更像是拿相对固定收入的公司债券持有人,他比起股东来更厌恶风险。经理的风险规避偏好反映在他的投、融资决策上,他更倾向于相对安全的计划,而不会为盈利项目冒巨大的风险。

此外,经理比股东更厌恶风险还会在其他方面影响到经理的行为。第一,经理比股东更热衷于通过并购来实现多样化经营,从而降低自身的职业风险。这是因为多样化经营的公司的运营更为稳定,但这并不等于多样化经营的公司的效益会更好。由于经理

是根据自身职业安全的需要而不是出于市场的考虑来进行多样化经营,这类公司的绩效往往并不尽如人意。舒尔茨(1990)的实证研究表明,随着多样化经营的发展,公司股东的回报有下降的趋势。因此,20世纪90年代以后美国公司股东发出了“回归主业”的呼声。第二,经理比股东更愿意把公司负债率保持在较低的水平。尽管债权融资能够起到避税和降低融资成本的作用,但由于负债率的提高容易加大公司的风险从而影响经理的职业安全,因而经理在债权融资上更为保守。第三,经理更偏好低股利政策,这样经理就可以更多地利用内部资金来进行公司的运营。较少地派发股利不仅能降低公司的负债率,而且能减少由于股权融资和债权融资所导致的内外监督。上述这三种情况的共同特点是,公司经理都是从自身利益而不是从股东利益出发来行为举事的。

## 二、代理理论

### 1. 实证代理理论

有关该理论的文献很丰富,这里我们选择一些有代表性的研究成果加以介绍。阿尔钦和德姆塞茨(1972)将重点从使用市场的交易费用转移到解释企业内部结构的激励问题(监督成本)上。在他们看来,企业实质上是一种“团队生产”方式。团队生产指的是,一种产品是由若干个集体内成员协同生产出来的,而且任何一个成员的行为都将影响其他成员的生产率。由于最终产出物是一种共同努力的结果,每个成员的个人贡献不可能精确地进行分解和观测,因此不可能按照每个人的真实贡献去支付报酬。这就导致了偷懒问题(Shirking Problem)和“搭便车”(Free Riding)问题,团队成员缺乏努力工作的积极性。为了减少这种行为,就必须让部分成员专门从事监督其他成员的工作。而监督者必须能够占有剩余权益,否则他也缺乏监督的积极性。为了使监督有效率,监督者还必须掌握修改合约条款及指挥其他成员的权利,否则他就不能有效地履行他的职能。另外,监督者还必须是团队固定投入的所

有者 因为由非所有者的监督者监督投入品的使用成本过高。由此 经典意义上的资本主义企业就应运而生了。

詹森和麦克林(1976)的观点可以看作是阿尔钦和德姆塞茨(1972)理论的一个“管理者论”的翻版,他们认为“代理成本”是企业所有权结构的决定因素。代理成本来源于管理人员不是企业的完全所有者这样一个事实。在部分所有的情况下,一方面,当管理者对工作尽了努力时,他可能承担全部成本而仅获取一小部分利润;另一方面,当他消费额外收益时,他得到全部好处却只承担一小部分成本。结果是,他的工作积极性不高,却热衷于追求额外消费。于是,企业的价值也就小于他是企业完全所有者时的价值。这两者之间的差异即被称作“代理成本”,它是在外部所有者理性预期之内必须要由管理者自己承担的成本。让管理者成为完全的剩余权益拥有者,可消除或起码减少代理成本。不过,管理者成为完全剩余权益拥有者的能力又受到他自身财富的限制。举债筹资也许有所帮助,因为在投资及他本人财产给定的情况下,管理者的剩余份额会随着举债投资部分的增加而增加。然而,举债筹资可能导致另外一种代理成本。在举债筹资下,管理者作为剩余权益的获取者,会有更大的积极性去从事有较大风险的项目,因为他能够获得成功后的利润,并借助有限责任制度,把失败所导致的损失留给债权人去承受。当然,这些代理成本也得由管理者及其他股东来承担,因为债权人也有其理性预期。因此,均衡的企业所有权结构是由股权代理成本和债权代理成本之间的平衡关系来决定的。

## 2. 委托—代理理论

委托—代理理论(the Principal-agent Theory)是过去20年中契约理论最重要的发展。这一理论的创始人包括威尔森(Wilson,1969)、斯宾塞和泽克海森(Spence, Zeckhauser,1971)、罗斯(1973)、莫里斯(Mirrlees,1974,1975,1976)、霍姆斯特姆(1979,1982)、格罗斯曼和哈特(1983)等。与前面介绍过的代理理论相区

别的是,它的所有结论都来源于正式的模型,同时,它的主要发展又受到理论预测的合约和实际观察到的合约之间差异的促进。这一理论大大改进了经济学家对资本家、管理者、工人之间内在关系以及更一般的市场交易关系的理解。但是在此文献中,资本与劳动之间的主要的契约安排(即委托权的安排)完全是外生的:资本家是委托人,劳动者是代理人。该文献所要讨论的是如何解释委托人(股东/管理者)通过设计一项有激励意义的合约达到控制代理人(管理者/工人)的目的,而不是去解释为什么资本家是委托人而劳动者是代理人。

标准的委托—代理理论建立在两个基本假设上:(1)委托人对随机的产出没有(直接的)贡献(即在一个参数化模型中,对产出的分布函数不起作用);(2)代理人的行为不易直接地被委托人观察到(虽然有些间接的信号可以利用)。在这两项假设下,这一理论给出了两个基本命题:(1)在任何满足代理人参与约束及激励相容(Incentive Compatibility)约束,而使委托人预期效用最大化的激励合约中,代理人都必须承受部分风险;(2)如果代理人是一个风险中性者(Risk-neutral),那么就可以通过使代理人承受完全风险(即使他成为惟一的剩余权益者)的办法来达到最优结果。

一旦放宽前两个假设条件,后两个观点将露出破绽。首先,一旦委托人对产出作出自己的贡献,代理人的风险中立性就不再保证带来最优结果,因为在这种情况下,代理人的完全剩余权益将不可避免地导致委托人积极性的扭曲。其次,如果花费一定量的督察成本,使代理人的行为能被观察到,则某些人的积极性的挫伤(由于不能分享剩余权益),即可通过其他人对他的监督来弥补。结果,一项剩余分享的合约可能劣于一方单独索取剩余的合约。因此,最根本的问题是,谁将是委托人或代理人,这是我们所关心的问题。

### 三、公司治理问题的解决途径

#### 1. 经济学家提出的方案和设想

(1) 让代理人成为剩余权益的拥有者。阿尔钦和登姆塞茨认为,在队生产(联合生产)的条件下,每一个参加者都会企图“搭便车”,因此,需要有人监督。但是监督人也会偷懒,谁来监督监督者呢?答案是没有人。为了使监督者有积极性,就必须授予他对于队的净收入及向其他投入支付报酬的权力。这样监督者就获得了一种作为监督者不再偷懒的激励。监督的专门化加上他对作为一个剩余权利者身份的依赖,将使偷懒减少。这个“监督者”(获取剩余权益的人)就是企业家,所形成的生产方式便是资本主义生产方式。阿尔钦和登姆塞茨由此推断,集权的资本主义生产方式“能比非集权的合约安排更好地解决队生产中的偷懒问题”。

詹森和梅克林的理论可以看作是阿尔钦和登姆塞茨上述理论的一个翻版。他们认为,“代理成本”是企业所有权结构的决定因素。代理成本来源于经营者不是企业剩余权益的完全拥有者这样一个事实。如果让经营者成为完全的剩余权益拥有者,则可消除或减少代理成本。均衡的企业所有权结构是由股权代理成本和债权代理成本之间的平衡关系来决定的,他们认为让经营者(代理人)拥有剩余权益,是降低代理成本的根本途径。

(2) 利用市场竞争机制约束经理行为。法玛(Fama)、霍姆斯特龙、沙尔夫斯坦(Scharfstein)、格罗斯曼和哈特以及哈里斯和拉维夫(Harris, Raviv)等人的研究表明,在自由市场经济中,即使在所有权与控制权分离的情况下,由于存在着经理市场、产品市场和资本市场的竞争,经理所受到的压力是多方面的,这种压力使经理不敢过于偏离委托人的目标而为所欲为,从而使代理成本被限制在某一限度内,不可能无限制地增长。

(3) 设计有效的激励约束方案,并对经理的工作进行严格监督和准确评价。激励约束方案的设计,一是要依据企业经营业务

的特点,决定是选择依据效果的合约还是选择依据行为的合约。一般来讲,工作的可编程序性越低,对代理人行为观察越难,需要配套服务和合作的项目越多,委托人掌握信息的难度越大,则合约依据效果制订的程度越大,依据行为制定的程度越小;反之,工作的可编程序性越高,委托人掌握的信息量越大,则合约依据行为制订的程度越大,而依据效果制定的程度越小。二是要依据代理人的效用函数制定报酬合约。一般来说,代理人的效用目标不是单一的而是多元的,而且对于每一个具体的代理人来说,其效用函数又具有特殊的形式。这可以通过代理人明确提出的各项要求和其他多种渠道加以了解。对于委托人来说,只有了解代理人的效用函数,才能“投其所好”,有的放矢地调整对代理人的激励和约束条件,在尽可能满足代理人各项要求的同时,实现委托人的效用目标。正如埃冈·纽伯格等人所指出的,委托人必须清楚:任何有效的激励约束都必须与代理人的目标相一致。在委托人与代理人签订合同并实施之后,委托人必须对代理人的工作实施有效的监督和准确的评价,这是委托人对代理人实施奖惩决策的依据,从而构成对代理人有效激励和约束的重要一环。只有有效地监督,才能防止代理人的欺诈或偷懒;只有准确评价,才能赏当其功,罚当其过,使奖惩真正起到激励或约束的作用。

(4) 改进和完善公司治理结构,强化股东对董事会的约束机制。在现代公司治理结构中,股东对董事有选举权和罢免权,而董事会对经理有任免、监督和奖惩权。如果这种机制运转正常,则可起到对经理人员有效的激励约束作用。但是,现代西方各国的情况表明,由于股权分散,个人小股东一般只持有某家公司很小额的股份,这样他们也就不会有去监督经营者的积极性,而只关心股票价格的升降,必要时只有用脚投票。而机构投资者,为了分散风险,也往往把资金投向多个企业,他们的目标主要是力图使股票价值最大化,当某个公司经营状况不佳时,他们宁可卖掉该公司的股

票,也不愿意去直接干预公司的经营。多数大公司董事会的选举被高级经理们所控制,因此,董事会也不能有效地监督经营者。这种情况,大为弱化了所有者对经营者的约束,造成了经理的滥用职权,对股东不负责任的普遍现象。因此,股东们纷纷抱怨经理缺乏责任感,发出“董事会到哪里去了”的喷言。经济学家们也在探索如何改进和完善公司治理结构,强化股东对董事会的约束,建立一个理想的董事会,使经理对公司、对股东更负责任这一问题。

## 2. OECD 提出的公司治理机制

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。

有效的公司治理一般有三项核心要求:透明、公平与诚信。透明是产生和运用有效协作和激励所需信息的必备条件;公平能保护利益集团的法律和合约权力,并且帮助制定管理层受委托完成的公司目标;诚信是为管理层提供足够的激励与约束的关键。

根据 OECD 报告,公司治理机制包括如下六个方面:

(1) 公司内部治理。这是关于管理层与股东,或是公司内部人(管理层和控制性股东)与外部股东的关系的。公司内部治理中重要的机构、法律和合约安排包括股东权力,保护他们以及事后补救的方法,董事会的作用、责任与组成,以及信息披露和上市制度。

(2) 金融机构的内部和外部治理。金融机构内部治理的核心是恰当的风险管理和信用分析,外部治理的主要制度工具是确保机构独立和金融系统安全的谨慎性法规和监管。金融机构治理的目的是确保金融机构在考虑安全性的同时,作为追求利润的实体运营,而非只是简单的资金流入企业部门的渠道。没有金融机构的有效治理,来自金融市场的约束就会大为削弱。

(3) 金融市场对公司的外部治理。这是关于公司与其他资金供应者(如债权人)的关系。法律法规环境和金融市场中的机构组

成了这种外部治理制度。它通过监督企业投资的效率,加强了公司内部治理,为使其有效,还需要有足够的金融机构内部治理。

(4) 市场对公司的外部治理。这是关于证券市场上企业与潜在投资者—企业家的关系。关于兼并与收购的证券市场法规,关于敌意收购的公司法规与附则以及信息披露和上市规则,是这种外部治理制度的重要因素。它以被收购的威胁来制约缺乏效率的管理,同时以股价上升来奖励有效率的管理,从而成为对内部治理的补充。

(5) 破产机制的治理。这涉及到那些濒临破产的企业。通过法庭的正式破产程序、非正式的磋商以及某种程度上的兼并与收购市场,破产机制会在股东和其他投资者间重新分配财产权利,改变所有权结构和管理层,从而影响那些企业的治理。这些破产机制带给公司治理结构变化的结果将对公司的管理层、控制性股东和其他投资者的激励产生超前的影响。破产机制结构及其实施对决定其他企业内部和外部治理制度的结构和绩效有重要作用。

(6) 竞争。竞争是完善公司治理的补充措施,两者相互促进。如果扩展公司治理的概念,市场竞争可以被看作是一种对金融和非金融企业都具重要意义的外部治理工具。同时,只有在独立企业的层面上保证了透明、诚信和信息自由流动的环境,市场竞争才会蓬勃发展。

上述治理机制的六个方面并不是各自独立地起着作用,而是紧密联系、互为补充的,组成了一个适应给定经济和法律环境的公司治理制度的整体。

## 第二节 资本市场理论

国外关于证券市场发展的理论研究大体上分为宏观和微观两个层次。宏观上的分析着重于资本市场对经济发展的作用及其机

理的讨论,而微观上的分析则着眼于金融工程和资本证券定价的技术性研究。从资本市场发展的角度看,西方资本市场理论中的宏观分析是本书的理论渊源。

### 一、西方资本市场理论

在西方经济学的发展历史上,对资本的重视是源远流长的。开创西方经济学说第一次革命的古典经济学家亚当·斯密在其《国民财富的性质和原因的研究》(简称《国富论》)一书中指出,国民财富的增加需要加大投资、扩大生产,而这需要资本的积累。它将个人的节俭而导致的资本积累增加看作是经济发展的两个巨大推动力之一<sup>①</sup>。此后的西方经济学家大多都把资本积累和资本形成看作是经济增长的重要前提之一,并对资本形成的来源作了大量的研究。总体上,西方经济学家对资本形成来源的划分可以归纳为两大类:一类是以凯恩斯、弗里得曼和莫迪利亚尼等为代表的消费—储蓄假说,研究居民的消费剩余转化为资本积累的问题。另一类是以刘易斯为代表的资本形成来自于利润的观点<sup>②</sup>。在西方经济增长理论中,几个影响较大的模型中都把资本的作用提到了相当的高度。马克思主义经济学也十分强调资本的作用。在《资本论》中,马克思论证了资本来源于剩余价值的观点,并认为扩大再生产必须以资本积累为基础<sup>③</sup>。可见,马克思不仅看重资本的来源,也涉及了资本对社会再生产的作用问题。无论是早期的西方经济学,还是在马克思的论著中,虽然对资本的重要性都有较为一致的认识,但对资本市场在经济中的作用却都很少涉及。

20世纪初,美国著名经济学家欧文·费雪(Irving Fisher)第一次从理论上详尽地阐述了资本市场中的储蓄和投资行为。他提出

---

<sup>①</sup> 亚当·斯密著,国民财富的性质和原因的研究,下卷第5篇第1章,商务印书馆,1974。

<sup>②</sup> 杨思群著,资本积累与资本形成,社会科学文献出版社,1998.7~8。

<sup>③</sup> 马克思,资本论,第1卷,人民出版社,1975.637~640。

了“不耐—机会”理论,认为人们的投资行为受到“人性不耐”和“投资机会”两大因素的影响,人们在权衡“不耐”与“机会”的条件下所进行的投资活动促进了资本的自由转移。1958年,杰克·海希雷夫(Jack Hirshleifer)用几何方法对费雪的“不耐—机会”结合的理论进行了深入论述,建立了著名的“费—海”模型,得出的结论是:资本市场的运行能够提高经济的运转效率,整个社会的生产、消费和投资都能通过市场机制的作用,在收益极大的前提下进行有序的组合<sup>①</sup>。“费—海”模型是建立在一系列假设之上的,如资本市场的完全性和确定性等,这使其理论存在一定的局限性。托宾(James Tobin, 1969)提出的“ $q$ 理论”则认为股票市场上股票价格的上涨能促进企业投资的增加,进而促进经济的增长。这个过程是,当股票价格高时, $q$ 值就高,企业通过股票市场筹集资金进行投资更合算,因而企业更愿意增加投资;反之,企业就会缩减投资。<sup>②</sup>

20世纪60年代末,以E·法玛(Eugene Fama)为代表的一些西方经济学者提出了有效资本市场假说(Efficient Market Hypothesis),成为目前西方较为流行的资本市场理论。该理论按照可获得信息的灵敏程度及对证券价格的影响程度将资本市场细分为三种类型:弱型有效(Weak form Efficiency)、半强型有效(Semistrong form Efficiency)和强型有效(Strong form Efficiency)。在弱型有效市场假说下,证券的市场价格所反映的是有关过去价格和收益的一切信息。因为价格的时间走势表现为一种随机游走(Random Walk)的过程,所以,在某一时刻,价格便被认为是整个价格运动轨迹上的一个点。又由于所有投资者都根据历史价格数据推断当前证券价格,所以,当前价格所反映的是过去价格和收益的一切信息;半强型有效市场假说认为,现行的证券价格不仅反映过去价格

---

<sup>①</sup> 贝多广主编:《证券经济理论》,上海人民出版社,1995。

<sup>②</sup>  $q$  = 公司市场价值 / 资本的重置成本。

和过去收益的一切信息,而且还是当前一切可以公开得到的信息的反映。因此,在半强型有效市场中,利用公开信息投资的投资者无法获得超额利润,但如果知道了公司有关未公开的信息,则投资者有可能获取暴利。强型有效市场假说中,证券价格反映了所有对证券价格能产生影响的公开和未公开的信息,任何投资者都无法凭借其地位和某种信息渠道获取超额利润。和西方传统的资本市场理论相比,资本市场有效性假说实质上较以前的完全资本市场假定前进了一大步,使理论研究相对现实的资本市场更切合实际。有效资本市场假说对经济发展的意义体现在:因为资本市场上各种证券的价格能充分反映所有可能获得的市场信息,而价格信号又是资本市场中资本有效配置的内在机制,所以,一个有效率的资本市场会迅速准确地把资本导向收益最高的企业。

以上资本市场理论是以发达的市场经济为背景的,在西方发展经济学文献中,有关于金融发展对经济的贡献的大量论述,其中也包含了与资本市场有关的内容。格利(Gurley)和肖(Shaw)在20世纪50年代提出了将整个经济划分为盈余单位、平衡单位和赤字单位的思想,在经济的储蓄和投资过程中,盈余单位是储蓄者,赤字单位是投资者,金融的作用在于将储蓄转化为投资,提高全社会的生产性投资的水平<sup>①</sup>。这一思想已表达出了现代资本市场主要功能的雏形。耶鲁大学经济学家帕特里克(Patrick,1966)认为金融发展在资本配置中的重要性体现为:一是提高了既定数量的资本配置效率,因为金融中介促使其所有权和构成发生变化。二是提高了新资本的配置效率,因为金融中介使新资本从生产性较低的用途转移到较高的用途上。三是加快了资本的积累速度,因为金融中介促使人们更多地储蓄、投资和工作<sup>②</sup>。希克斯

---

<sup>①</sup> 格利,肖.金融理论中的货币.上海三联书店,上海人民出版社,1997.

<sup>②</sup> Patrick H. T. Financial Development and Economic Growth in Undeveloped Countries. *Economic Development and Cultural Change* 1966, 14: 174~189.

(Hicks ,1969)基于对经济史的研究得出新技术的应用需要资本市场提供流动性的支持的结论<sup>①</sup>。戈德史密斯(Goldsmith ,1969)通过大量的统计资料阐述了金融结构、金融工具存量和金融交易流量的相互作用对经济发展的影响<sup>②</sup>。随后,麦金农和肖(Mckinnon and Shaw ,1973)从金融抑制和金融深化的角度论述了金融发展对经济发展的作用,主张发展中国家通过金融自由化来促进经济发展<sup>③</sup>。西方发展经济理论是以发达国家的经验来看待发展中国家的现实并据此提出政策建议,在他们的理论中,并不是专门论及资本市场对经济发展的作用,对转轨经济的借鉴意义也是有局限的。

现代资本市场发展理论以资本市场上的信息不对称性为基础,逐步放宽传统理论中关于完全竞争市场的各种假定,强调资本市场上的各类经济行为主体交互作用所导致的均衡的重要性,由于信息不对称的存在,市场主体行为中可能产生“逆向选择”(Adverse Selection)和“道德风险”(Moral Hazard)问题,资本市场的发展对促进信息公开、减低信息不对称的不利影响、健全企业治理机制具有重要的意义。以信息不对称性为基础的现代资本市场理论的发展,为理解资本市场对公司治理的作用及贡献开辟了一条全新的路径。

## 二、金融功能理论

金融功能理论,也称为金融体系的功能观点,是由美国哈佛大学著名金融学教授罗伯特·莫顿和兹维·博迪共同提出来的。在金融体系的发展过程中,不同国家、不同时期的金融机构为什么不同,在哪些方面不同,未来金融体系结构的变化趋势是什么?传统金融机构的观点是以金融系统的机构为主线,将现存的金融机构

---

① 希克斯,《经济史理论》(中译本),商务印书馆,1987。

② 戈德史密斯,《金融结构和金融发展》(中译本),上海三联书店,1988。

③ 麦金农,《经济发展中的货币和资本》(中译本),上海三联书店,上海人民出版社,1997。

和组织结构作为既定的研究前提,金融体系的调整与改革也一般是在这个既定的前提下进行。而莫顿和博迪则以金融功能为主线,将研究的视角从金融机构转向金融功能,通过金融功能而不是金融机构来考察世界金融体系的发展变化。他们认为,金融职能比金融机构更为稳定,也就是说,在不同时期、不同国家,金融体系的基本功能变化较小,很少随时间和地域范围的变化而发生改变,但不同金融机构的构成及形式却是不断变化的,从长期趋势来看,金融产品正不断从金融中介机构向金融市场转移。在现实情况中,则表现为金融交易从不透明性的机构向透明性机构转移,即人们所说的“非中介化”(更准确地说是“非银行机构中介化”)。博迪认为,“金融功能是考察世界金融体系的正确方法……功能观点首先问‘金融体系需要行使哪些经济功能’,然后去寻找一种最好的组织机构,亦即行使这些职能的最好的组织形式”。<sup>①</sup>

从一般意义上来说,金融就是货币资金和货币信用的融通,是货币资金及其替代品在不同所有者之间转移、交易的活动过程,在这一过程中,社会资源也随之而流动和被配置,因此,金融体系最基本、最主要的经济功能就是为社会资源的配置提供一种更有效率的机制。在莫顿和博迪看来,相对于金融机构和金融组织形式而言,金融系统的基本功能具有相对稳定性,很少随时间和地域范围变化而变化。从金融最基本的进行高效资源配置这一职能出发,在金融功能理论中的金融系统主要执行六项基本的核心职能。<sup>②</sup>

### 1. 在时间和空间上转移资源的功能

金融系统在不同时间、地域和产业之间提供经济资源转移的途径和机制,并通过金融体系中的各种金融机构之间的竞争和创

---

<sup>①</sup> 廖理等著,《探求智慧之旅》,北京大学出版社,2000,92。

<sup>②</sup> 兹维·博迪和罗伯特·莫顿著,欧阳颖等译,《金融学》,中国人民大学出版社,2000,24~30。

新,一方面可以使大量小额、分散的社会短期流动资金转变为期限较长的大额资金提供给最终使用者使用;另一方面使得稀缺资源在时间和空间上从相对收益较低的地方(地域、产业和企业)转移到收益较高的地方,从而有助于社会资源配置效率的提高。

## 2. 管理风险的功能

金融体系在转移资金的过程中也提供了转移风险、应付不测和控制风险的方法、手段和途径。所有的经济活动都或多或少地包含着遭受损失的可能性,收益与风险总是相伴而生的,市场主体无论是进行金融投资还是进行实物投资,在可能获得收益的同时,也面对着各种相应的风险。不同的市场主体对风险的识别、防范和承受能力是不同的,有些经济活动对某些人来说可能是风险,会造成严重的损失和难以承担的后果,而对另一些人来说却正好可能是一种取得高收益的极好的机会,或是虽有风险但愿意也有能力防范和承担这种风险。金融体系就是通过风险转移机制,把资金从希望转移投资风险的所有者那里转移给那些愿意和能够承受风险的市场主体那里,或者将风险较高的资产转变为风险较低的资产实现风险分散化,从而使风险在具有不同风险承受能力的市场主体之间进行合理分配,使分散的社会资金都能得以充分利用,促进资源更高效的配置。在现代金融体系中的许多金融和约都是用来转移、分散风险而不是直接转移资金的,如保险、期货、期权、投资基金等。

## 3. 清算和支付结算的功能,即金融体系通过提供清算和支付结算手段,以完成与便利商品、服务和资产的交易

由于货币与商品、货币与服务之间的交换在时间上和空间上并不一致,市场参与者之间必然发生一定的债权债务关系,市场交易量越大,参与者越多,可能发生的债权债务关系就越多、越复杂,这就需要有相应的体系来对各种债权债务进行及时而有序的清算和结算。金融系统的一项重要职能就是在人们购买商品和服务

时,为企业部门、家庭部门和政府部门之间的款项支付提供高效的手段,从而减少为购买资源所耗费的时间,降低交易成本。目前金融系统的各种银行汇票、商业汇票、银行本票、支票、信用卡、汇兑、委托收款、托收承付等,就是银行等金融机构在执行结算清算服务职能时所创造的结算、支付清算工具,这些现金货币的替代性支付手段大大提高了大宗交易的效率,有利地促进了社会生产的顺利进行。

#### 4. 储备资金和分割股份的功能

金融体系通过提供各种机制,将社会分散的资金聚集起来,并将储备起来的资金引导到无法分割的大型投资项目上,或者通过细分企业的股份为小额投资者提供参与需要大量资金投资的机会。在社会化大生产的现代经济中,一家企业的投资规模越来越大,单个人或几个人的资金往往无法满足企业运转所需的最低投资要求,而金融体系通过金融市场和各种金融中介机构一方面将大量个人或家庭的小额资金汇聚成企业所需的大规模资金,满足企业的资金需求;另一方面,通过股票、债券、存单、基金、保单等金融工具,将原本不可分割的投资分割成较小的份额,让更多小额资金提供者得以分享这些投资的机会。

#### 5. 信息提供功能

金融体系通过提供价格信号,帮助协调不同经济部门的决策。现代经济金融活动极其复杂,而金融市场的金融活动通过提供诸如利率、金融资产价格、汇率等有关信息给家庭和企业经理等市场参与者,有利于他们利用这些信息为相应的经济活动提供决策依据,如家庭对其收入如何确定消费与储蓄的分配比例和如何对家庭储蓄的投资方向上利用这些信息进行决策,企业经理在投资项目选择和融资安排上可以利用金融体系所提供的这些信息作出决策。

## 6. 解决激励问题

当交易中的一方拥有另一方所没有的信息,或一方作为另一方的代理人为其决策时,金融系统提供解决激励问题的方法。金融系统具有提高资源和风险配置的效率的功能,但是激励问题的存在限制了这些功能的执行能力。因为在金融交易活动过程中,交易双方之间、委托—代理行为中的委托方与代理方之间,由于所拥有信息的不对称性,金融契约的一方通常无法方便、低成本地监督和控制另一方,因而会产生道德风险、逆向选择和委托人—代理人问题等激励问题,造成金融契约签订和执行的困难以及成本上升等问题,这会使金融交易的范围和数量因激励问题而不断缩小,金融活动最终趋于萎缩。而一个功能健全的金融系统有助于克服这些激励问题,因为它们以信息搜集处理的规模经济、专业化管理能力和风险管理技术,以及对公司的融资能力、融资结构、融资政策和公司治理结构等的影响,有效地降低了信息不对称程度、道德风险和逆向选择的危险。

诺思·列文也将金融系统在不确定性的环境中,便利资源在时间和空间上配置的主要功能分解成五个基本功能:①便利交易、防范、分散和分担风险;②配置资源;③监督经理人员实施联合控制;④动员储蓄;⑤便利商品和劳务的交换。

而弗兰克·法博齐和弗朗哥·莫迪利亚尼认为,金融中介机构的基本职能是把不受公众欢迎的金融资产转变为他们能接受的金融资产,并在这一转变过程中发挥四个经济功能:提供支付机制;减少信息成本;减少风险;期限中介。

## 三、国内资本市场理论

由于中国资本市场的发展仅有短短 10 多年的历史,因此国内关于资本市场发展的理论是以借鉴国外理论为主发展起来的。对资本市场在经济发展中的作用,比较一致的看法是,认为资本市场

具有筹集资金、转换机制、优化资源配置和分散风险的功能<sup>①</sup>。对于资本市场效率的论述,王广谦(1997)在讨论金融市场效率时认为,对金融市场的效率研究可以从金融市场自身的运作能力和金融市场运作对经济发展的作用能力两个角度去分析。具体到金融市场运作的效率又可以从金融商品价格对各类信息的反映灵敏度、金融商品价格是否具有稳定均衡的内在机制、金融商品数量的多少及创新能力、金融市场剔除风险的能力和交易成本的高低等几个方面来综合衡量。金融市场对经济的作用效率则从市场对融资需求的满足程度、融资的方便程度这两个方面来加以判断<sup>②</sup>。王晓芳(1997)认为,价格对信息的反映是有效市场的最综合标志。而一个市场是否是有效的市场,还必须具备一系列的数量标志与质量标志。具体包括市场规模、证券种类、交易制度、分配效率、运行效率、创新效率和监管效率等七项指标<sup>③</sup>。可见,国内学者对资本市场效率的研究更多地体现在试图将效率从具体的项目上加以把握,更注重对市场效率的直观性描述。

李扬、王国刚、何德旭等(1997,1998,1999)对中国转轨经济中资本市场发展的各个阶段所遇到的现实问题进行了深入分析,这对全面认识中国资本市场在经济发展中的作用具有重要的意义<sup>④</sup>。更多的经济学者则是借鉴国外的信息经济学、企业理论和金融契约理论的分析框架,将企业改革与资本市场的发展联系起来加以研究。吴敬琏、钱颖一(1994)认为,公司化与股票市场是有联系的,但股票市场不能仅仅作为一个筹资渠道来对待,其对公司经营的评价作用更为重要<sup>⑤</sup>。周小川、吴晓灵和谢平等则从中国

---

① 周正庆主编,《证券知识读本》,中国金融出版社,1998。

② 王广谦,《经济发展中金融的贡献与效率》,中国人民大学出版社,1997。

③ 王晓芳,《证券投资的理论分析与发展研究》,中国经济出版社,1997。

④ 李扬、王国刚著,《中国资本市场的培育与发展》,经济管理出版社,1999。

⑤ 吴敬琏、钱颖一,《公司治理结构、债务重组和破产程序:重温1994年京伦会议》,中央编译出版社,1999。

经济转轨中所遇到的突出问题——银行的高不良债权与国有企业的过度负债的角度,论述了在银行处理不良资产和企业债务重组过程中资本市场发展的配合问题。当然,周小川、吴晓灵和谢平对这一问题的处理思路是不同的。钱颖一(1995)还就银行和股票市场在企业治理结构中的不同作用及在中国的治理模式进行过分析。张春霖(1997)在研究了国有企业改革与国家融资的内在关系的基础上提出要把培育市场尤其是资本市场作为推进改革的基本途径。张维迎(1998)用企业理论和博弈论的方法论证了企业改革与资本市场发展之间的关系和资本市场规范发展的问题。在1998~1999年期间,国内关于资本市场与企业改革的文献不断出现,这证明对资本市场在经济发展中作用的认识已经从重视资本市场的筹资功能转移到了既重视筹资功能也重视资本市场的其他功能,特别是促进企业转换机制功能的时代。

### 第三节 证券市场监管理论

一般认为,现代意义上的监管出现于19世纪,但是更早的渊源可以追溯到英国都铎王朝和斯图亚特王朝时期。

传统上,监管的中心意义是指由公共机构对于有关机构的活动进行持续的和专门的控制。传统上的监管作为一种控制手段并不属于哪一个具体的领域,在政府政策、法律形式、产业保护和金融管理等各方面,监管均被赋予更为细分的意义。

到目前为止,经济学界对监管的认识仍然存在着很大的分歧,尚未形成一致的看法,经济学界也仍然没能给出关于经济和金融监管的一个令人满意同时为经济学家们所普遍接受的定义。有的学者认为,“监管是一个经济个体通过各种手段试图有意识地影响

另一个经济个体或者其他多个经济个体行为的活动”。<sup>①</sup>“监管是国家凭借政治权力对经济个体自由决策所实施的强制性限制”。<sup>②</sup>另外一些学者则认为，“监管是对某种偏离既定规则的行为实施的某种干预，而对这种干预效果的评价则与人们在评价时所使用的价值体系有关”。<sup>③</sup>还有一些学者认为“监管是制定并实施规则的一种活动”。<sup>④</sup>“监管的本质是以政府命令作为一种基本的制度手段来代替市场的竞争机制，以确保获得一个更好的经济结果。政府监管部门确定由谁来提供某项产品或服务及其价格，当监管部门将许可证授予一个以上的供应商时，通常也会对这些供应商之间的竞争实施某种限制。所以，作为自由竞争市场的两个最基本的要求——自由进入和独立行动——被全部或者部分地取代了，代之以由政府决定价格、质量和服务条件，以及提供服务的义务”。<sup>⑤</sup>

虽然经济学家们对监管有着不同的看法，但是从他们对监管的不同定义中还是可以看出一些共同的东西。首先，监管应该是由某个或某几个主体进行的活动，而且是有意识进行的活动；其次，监管是一种有对象和范围的活动；再次，监管必须有手段和方法；最后，监管是具有预定目标的活动。主体（即监管者）、对象（即被监管者）、手段和目标构成了监管的四大要素，可以这么认为：监管就是由监管主体（监管者）为了实现监管目标，利用各种监管手段对监管对象（被监管者）所采取的一种有意识的和主动的干预和控制活动。而经济学家们的分歧也正是表现在监管四大要素的具体内容上。

---

① D. Needham. the Economics and Politics of Regulation :a Behavioral Approach , little Brown and Company ,1983.

② Alan Stone. Regulation and Its Alternatives , Congressional Quarterly Press ,1982.

③ B. M. Mitnick. The political Economy of Regulation , Columbia university press , 1980.

④ D. Gowland. the Regulation of financial market in the 1990s ,Edward publishing limited ,1990.

⑤ A. E. Kahn. the Economics of Regulation :principles and institutions ,1970.

本书所要讨论的监管则把以上的概念进一步缩小,主要集中在证券市场的活动和行为模式的控制。世界金融业的发展使得监管的概念逐步导入金融业风险控制和效率优化的管理活动中,并从产业监管、政府监管等领域分离和独立出来,成为金融和证券市场管理的代名词。监管的最原始目标就是提高效率,适应竞争性环境和减轻成本,这样的思想已经逐步融入了证券市场的管理思维体系,并日益影响着金融市场的管理者。

证券市场监管的理论一方面来源于经济学中的管制理论;另一方面来源于金融体系的内在不稳定性理论。

### 一、经典监管理论

亚当·斯密在《国富论》中,对国家的作用和政府的动机表示了极大的怀疑,其在“自私的动机、私有的企业、竞争的市场”这个自由制度的基础上,规定了国家的三个任务:提高分工程度,增加资本数量,改善资本用途,由此认为不断增加国民财富的最好办法就是给经济活动以完全的自由,无需政府进行干预,进而对政府的义务作了三点限制:保护社会,使之不受侵犯,保护社会上每一个人,使之不受其他人侵犯;建设并维护公共事业以及设施。将上述归纳起来便是一幅“看不见的手”支配社会的景象,而政府则成为一个“守夜人”。<sup>①</sup>斯密的学说征服了欧洲100年。20世纪30年代,人们逐渐认识到了“市场失灵”的存在,凯恩斯主义要求政府干预经济,这为西方带来了几十年的繁荣。<sup>②</sup>

“监管”的概念主要体现了政府(或有关机构)干涉的意志。其主要原因是市场自身并不会以有效的方式或最低可能的成本生产其特定产品和服务。效率和低成本生产是完全竞争市场的标志,在完全竞争的市场中,要完成高效率的资源分配和社会财富的最大化,必须有足够的信息和完全竞争的环境来作为保障,但事实

<sup>①</sup> 斯蒂格利茨,政府为什么干预经济,中国物质出版社,1998,第3页。

<sup>②</sup> 金润圭,全球战略:跨国公司与中国企业国际化,高等教育出版社,1999。

上,这样的完全竞争环境是不存在的。因此,政府或有关组织干预行为的出现就成为顺理成章的事情。监管是政府控制经济的一个特点。经济学家用来描述监管原因的术语是“市场失灵”,即当市场自身不能保持竞争环境的所有要求时,就被称为失灵。

在经济文献中西方大致有三种重要的管制理论,即公共利益论、追逐论和管制新论。

### 1. 公共利益论(The Public Interest Theory)

微观经济理论指出,在完全竞争的状态下,市场上“看不见的手”会指导定价的公司在提供相似的产品时按最低价格销售,以便生存。竞争的结果是每一个公司的要价(边际收入)会等于边际费用,在这一点上社会利益最大化。当市场不能在竞争方式下运转,或者自由市场机制的结果不为社会所需要时,市场失灵发生。社会利益论提出管制是一种减低或消除同市场破产相联系的代价的手段。这一理论假定市场失灵可能发生的三种情况:自然垄断(Natural Monopoly)、外部效应(Externalities)和信息的不对称性(Asymmetric Information)。

市场失灵发生的第一种情况是由于自然垄断的存在。规模经济理论表明:产出增加,公司的边际费用减少。因此,公司具有通过合并的途径来扩展规模以降低单位成本和加强竞争优势的动机。在自由竞争的条件下,降低边际成本最终会导致单一生产者市场。也就是说,在某一时刻,单一生产者会利用降低边际成本和扩大产出等方式把它的竞争对手赶出市场。通过竞争使价格下降,价格下降令大多数生产者变得无利可图,因此几乎所有的公司都会为逃避损失而退出市场。结果,竞争导致了这一个行业的集中,或者单一生产者市场——自然垄断者的出现,从而破坏了这一行业的竞争环境,形成这一行业的自然垄断。这一方面最好的例子是公共事业。人们认为这种行业应当受到管制。

市场失灵发生的第二种情况是由于外部效应的存在。外部效

应指在提供一种产品或劳务时社会费用(或利益)和私人费用(或所得)之间存在的偏差,即“撇奶油”现象。当社会利益大于私人所得时,这一相关的产品是公共产品(A Public Good)。公共产品有两个主要的属性,即共同消费和非排他性。这两种属性意味着一个消费者获得产品并不减少这一产品的性质或他人的可获得性;非购买者也不能被排除在此产品的消费之外。非排他性所导致的“免费搭乘”(Free-rider)的问题意味着私人没有或极少有动因去生产公共产品,即使可以找到排除“免费搭乘”的手段。例如,征收某种费用,或者要求对公共产品的消费必须得到许可,公共产品的共同消费属性仍然表示私人生产的公共产品的“次理想消费”(A Sub-optimal Consumption)。人们认为,非排他属性会导致这些产品的生产不足,因此,需要管制以增加这些产品的生产直到社会的需求得到满足。

当某种产品的生产结果是私人所得超过社会利益时,外部效应也会发生。也就是说,生产这些产品的社会成本大于有关的私人成本。一个典型的例子是生产某种产品过程所造成的环境污染。在这一例中有两种办法来消除外部效应:一是通过启用能反映把费用加给他人应承担某种义务的税收,换言之,制造公害者应纳税;二是通过把负担加于制造公害的方面,转嫁社会代价于私人成本,如污染单位被责成采取措施治理污染。

理论上,私人会有走到一起协商消除消极的外部效应的积极性,具有法律效力的机构能够促使受影响的各方之间通过讨价还价,消除社会和私人费用的偏差。但是,由于“免费搭乘”问题难以杜绝,各方协商的成本太高,因此人们偏好以加强各种管制的办法来消除外部效应。

市场失灵发生的第三种情况是由于信息的不对称性。一种情形是信息在产品生产者和消费者之间,价格总是等于所有销售产品的平均价值。这样,在同一价格之下销售更有价值产品的销售

者将会退出市场以逃避损失,而那些低价值产品的销售者则会利用这种机会占据市场,结果是“劣货驱逐良货”的市场逆向选择,导致市场崩溃。另一种情形是一方试图以另一方的信息减少为代价取胜,因此发生遏止对方信息来源的道德风险。

信息不对称性存在的事实要求揭示更多有关产品或劳务的信息,以使消费者能把高质量产品和低质量产品区别开来。一方面,公司有揭示信息给市场参与者的愿望,诸如采用广告形式;另一方面,市场参与者也有收集信息的愿望。一般来说,当公司内部的信息太专门,不能揭示或是代价太高昂而不可获得时,管制可能就是修正信息不对称性的有用的办法。

综上所述,公共利益论表明管制是满足公众缓解自由市场运行的失灵的办。因此,它提倡在市场失灵时,针对自然垄断、外部效应或信息不对称性实施对私人市场方面的管制。这种理论意味着,管制作为一种医治市场失灵的手段是保护消费者的。

然而,管制效果的某些经验研究却得出管制破坏和限制竞争的结论,认为管制降低了行业效率,减少了公共福利,所以社会利益论所宣称的管制的利益实际上是不存在的,认为管制能够保证充分竞争和保护消费者的利益最大化也是天真的。这些经验研究导致“俘获论”和“新管制论”的出现,这些理论批评公共利益理论把管制当作免费品(A Free Good),因为它没有提及使保护消费者的需求生效的政治程序(即指使保护消费者的需要成为实际行政过程的行政过程)。正如贝塔兹门(Peltzman)1976年指出:“市场破产的存在不是产生管制需求的充分条件,因为取得管制的社会利益目标所必需的机制不能被忽视。”<sup>①</sup>

## 2. 追逐论(The Capture Theory)

追逐论认为,社会利益理论是天真的,会产生理论误导,因为

---

<sup>①</sup> Peltzman S. . Toward a More General Theory of Regulation ,*The Journal of Law and Economics* ,1976 ,Vol19 210.

管制为被管制者留有“猫鼠追逐”的余地。最初被管制者可能反对管制,但当变得对立法和行政的程序极其熟悉时,他们就试图影响管理者通过法规或利用行政机器给他们带来更高的收入。管制者被利用的一种情形是经由管制机构和公司之间的人事活动,由此创造密切的联系和共同合作的要求。追逐论认为,管制的目的是为着生产者的利益而不是消费者的利益,既然被管制者可以通过疏通的办法让管制为他们自己增加福利,那么管制机构的生命循环始于年富力强的保护消费者而终于僵化保护生产者。因此,追逐论呼吁放弃政府管制。

追逐论忽视了普通大众确实从某些像保护消费者一类的管制中得到好处的事实,只看到管制具有为被管制者所利用的可能性和管制目标未必是保护消费者的问题。总的来说,社会利益论强调了管制的重要经济原因和利益,追逐论则通过强调管制代价作为一种抗衡。但是社会利益论和追逐论都没有解释管制需要到管制行为的转换机制,这是作为一种理论所不能缺少的。斯蒂格勒(Stigler)在1971年发展了管制存在的供求理论来解释管制,他认为,什么地方出现管制,是因为那里有对管制的需求和供给。斯蒂格勒的理论被称为管制新论。

### 3. 管制新论(the New Economics Theory of Regulation)

管制新论认为,在某些情况下,管制可以使生产者和消费者双方得益。管制不仅是为被管制者主宰的,也会被不同的利益集团所利用,还为压力集团(它们可能并不打算直接从这项管制中得到利益)所利用,任何集团都可能是利益争端中的胜者。至于谁是胜者,取决于不存在管制时谁更生死攸关,其政治实力和市场份额的分配——利润和消费余额的分配如何。

斯蒂格勒(Stigler)和贝塔兹门(Peltzman)分别在1971年和1976年的论著中把管制看作存在着需求和供给的商品,被买卖的商品是向社会其他人的财富征税的权利,管制是那些想要获得利

益的人所需要的。例如,生产者可能需要管制去限制那些经过疏通的办法的竞争,消费者需要管制去限制那些伪劣产品和劣质服务,政治家和官僚提供管制则是为了得到更多的竞选捐助、选票和办公津贴。按照他们的理论,管制是各不同社会阶层和政治力量之间的相互作用。由于管制对少数生产者的所得具有较大的影响,而对多数消费者的利益影响较小。因此,管制对生产者的影响是突出的。

关于管制的社会利益,管制新论认为,管制当局具有过度管制以回避个人责任的动机。卢埃林(Llewellyn)于1987年提出:管制永远不会为降低消费价格而提出,相反,总是为某种违约而实行的。结果,任何来自于管制的好处都被有关费用的增加所抵消。某些作者如凯恩(Kane)和金(King)呼吁管制机构间的竞争以避免过度管制。然而,管制者之间的竞争又会导致漫不经心的竞争。因为假如管制太严厉,被管制者可能被赶走。管制者所受到的压力可能最终引导他们降低其所追求的管制标准。

概括起来,社会利益论是管制的基本经济原理:管制是缓解可能由于自然垄断、外部效应或信息不对称性所导致的自由市场操作的缺点或市场破产的手段。该理论提出管制是为公众利益而引入的,即为保护消费者。追逐论认为,管制实际上是有利于被管制者而最终有利于管制者的。管制新论则涉及到机制问题。通过这一机制,管制的社会利益目标应当可以达到。该理论因此认为消费者和生产者双方都可能从管制中得到好处,这基于各种不同社会和政治力量的相互作用。在多大范围内这个过程为利益团体留有追逐的余地,取决于不同国家的政治法律和行政的传统。既然管制是各不同的利益团体讨价还价或协商的必然结果,那么,公众的利益不一定受到保护。管制新论意味着机构安排应当对普通大众负更多责任,以便减少被管制者对管制的利用和保护普通大众的利益,还意味着机构的结构应按这样来设计,即给予政府和管制

者以促进广泛的社会利益的动机。虽然管制新论有直观的吸引力,经验上却难以验证,因为把对管制的需求和供给的决定因素数量化以及衡量不同团体的政治影响是很困难的。

## 二、金融系统内在不稳定性理论

### 1. 明斯基模型

明斯基(Minsky)认为金融体系具有内在不稳定和脆弱的特征,易于动荡和爆发危机。他关于货币信贷体系不稳定的思想直接来源于古典经济学家约翰·斯托得·梅尔、阿尔弗雷德·马歇尔、魏克赛尔和艾文·弗雷等人的观点,而其关于金融危机周期性爆发的观点及分析框架又为金德尔伯格所继承和拓展。

明斯基认为金融市场动荡是由变换(Displacement)引起的,所谓变换是指引起宏观经济体系动荡的所有因素。导致每次金融动荡变换的形态可能各不相同,它们可能是战争的爆发与结束、年成的好与坏、新技术的发明与应用(如铁路、汽车等),以及金融创新等。不管这些变换的形态是什么,只要它们形成足够大的影响,就可在一个重要的经济部门,通过提供获利机会来改变该部门的经济前景。变换可以给一些新的领域或旧的领域带来投资机会,而使另外的一些无利可图的领域被遗弃。一旦某领域出现新的机会,市场主体都会争先恐后地加以利用,纷纷涌向这一领域。因此,泡沫成分的扩大与经济的表面繁荣就随之而来。

经济中存在泡沫成分的领域又因银行信贷的膨胀性注入,使其投机色彩更浓重。当人们都想一夜致富时,昔日的投资理性也就不复存在。此时,每个人都想挤上一列通往致富之路的快车,有钱的将资本全部押上,没钱的举债也要投入。形势一旦发展到这一步,一场危机也就开始酝酿了,这就是过度投机现象。后来,金德尔伯格沿此思路发展提出投机疯狂(Manias)—恐慌(Panics)—崩溃(Crashes)模型,并以此解释金融危机的周期性。

至于金融体系的脆弱性,明斯基对此有过详细的阐述。他指

出,由于外部环境的变迁,市场主体的投资方向和盈利状况会发生变化。同时市场主体与银行的债权、债务关系也会因此而变化,并引起银行信贷量的变动,其结果是银行信贷资金的供求不平衡,进而会引发金融危机。在过度投机阶段,由于人们担忧被过分吹大的经济气泡会因后续信贷资金难以为继而破灭,于是引起市场的普遍恐慌。一般而言,在局势不能缓和的情况下,必然会爆发金融危机。

明斯基认为,在现实经济中,存在着三种融资行为:一是谨慎的融资行为,指来自融资者资产的现金流入量大于偿还债务的现金流出量,即流入现金量大于流出现金量。二是冒险融资,指近期来自融资者资产的现金流量小于近期偿还债务的现金流量,但近期现金流量中的收入部分则大于债务的利息成本,长期的预期现金收入大于现金支出,同时融资者需要举新债还旧债。三是“庞资”融资(Ponzi finance)。正是由于经济生活中存在着这种融资行为和债权债务结构,才导致金融体系的不稳定。在经济恢复期,多数投资者都采取谨慎的融资方式。而在经济繁荣期,市场便会产生过分的乐观情绪,投资者的预期利润也随之提高,这种乐观的估计也就激起了人们过度的投资举动,而投资的追加主要是靠银行和金融机构的贷款来支撑的(因为自有资本不足)。因此,市场的总借入资金量也就随之增加。随着市场投资情绪的进一步高涨,有部分投资者开始放弃原先的谨慎原则,进而采取冒险的做法,结果是随着信贷需求的增加,短期利率开始上升,进而是长期利率上升,这时市场主体对利率变动敏感程度逐渐增加。利率的上升将导致那些冒险融资者的财务状况恶化,其表现之一就是部分投资者的短期现金流量赤字转为长期现金流量赤字。由于金融资产的现值与长期利率呈反比关系,伴随着长期利率的上涨,资产现值开始下降,投资变得无利可图。

在经济高潮时期,随着上述市场投资主体行为的变化,一方面

是投资者对自身财务状况恶化的忧虑,另一方面是政府有关当局对泡沫成分会引起通货膨胀的顾虑。当一两个市场主体因经营不善而倒闭时,市场开始时的忧虑将会变成全面的恐慌,原来局部的倒闭、破产事件就会演变成全局性的金融危机。

在经济的波动中,由于投资高潮和低谷的交替出现,正常的信贷资金流动必然受阻,故当实际部门正常的资金循环被打断后,就会发生违约和破产事件,而实际部门资金循环的紊乱最终要影响到金融体系,即实际部门的倒闭破产困境将不可避免地扩散到金融领域。

至于金融危机的周期性,明斯基只给出了三个不能令人信服的解释:一是代际遗忘,即历史上的痛苦与忧患被今天的乐观所覆盖。一些外在的变换事件或新的获利机会促成了金融信贷的扩张,而距今久远的金融灾难已成为尘封的历史,人们贪欲的动机战胜了昔日的恐慌。由于对前景的过分乐观,更多的投资推动了价格的继续上涨。二是竞争压力,贷款人可能因为害怕剧烈的竞争失去顾客和市场,从而作出不谨慎的贷款决策。三是市场主体的非理性行为。

虽然明斯基关于金融危机爆发原因的解释不能令人十分满意,但他分析问题的模式对当今经济现实仍有很强的解释功能。无论是外汇市场、股票市场还是信贷市场仍会在过度投机下出现泡沫成分,而泡沫成分又会在信贷的膨胀下进一步放大,最后是泡沫的破灭(金融危机的发生)。

## 2. 金德尔伯格模型

继承和发展了明斯基上述思想的金德尔伯格也只是从表象上对金融危机的发生过程进行了描述,他更多的是把金融危机的爆发归因于金融市场的非理性行为或金融主体歇斯底里的情绪发作。

金德尔伯格反对关于市场理性问题有两种极端的观点:一种

观点认为市场是非理性的,另一种观点则认为市场总是理性的。他本人则来了一个不折不扣的“中庸之道”,除其两端而居中。他认为大部分市场在大部分时间里是理性的,并且还称,从长远的观点看,这个世界或多或少地像“经济人”那样行事。因此,人们应该像理论假设的那样去分析经济活动。同时,也正是金融市场偶尔的非理性行为导致了金融危机的爆发,对金融市场偶尔的非理性行为(Occasionally Irrational Behavior)金德尔伯格给出如下解释:

(1) 从众心理。金融市场主体是怎样发生“越轨”行为的呢?金德尔伯格将人们的疯狂和恐惧与某些场合下人们的非理性或从众心理联系起来,而人们的从众心理又可用以下几种效应来解释:

示范效应(Demonstration Effect)。示范效应原指发展中国家不顾自己的生产力水平,盲目地效仿发达国家的消费模式,如高物价、高工资、高消费等。在这里用来表示,当经济处于高度繁荣期,投机活动日胜一日,于是有很多投资者盲目跟从,最终是金融、经济危机的爆发。

杜生贝效应(Duesenberry Effect)。一般而言,人们会在收入增加时增加消费支出,但在收入下降时却又难以减少消费支出,即当经济处于萧条与衰退时,人们为了保持原来的生活水平或与高消费群体看齐,很难降低生活标准,为此有部分人会采取非理性的行为。

花车效应(Bandwagon Effect)。这原本是政治用语,指人们有追随成功者和背离失败者的倾向。银行挤提现象就是金融市场上的“花车效应”,因为当一家银行陷入困境后,原来的存款者会因担心局势的进一步恶化而到银行挤提存款,以避免财产损失,反过来,存款者的挤提行动又会更加恶化银行的处境。

金德尔伯格指出,在经济繁荣期,人们过于乐观的情绪战胜了昔日的悲观情绪,投资机会不断涌现增强了人们的信心,滚滚而来的财源使得投资备受人们青睐。同时,金融机构也开始增加长期

贷款比重,扩大信贷规模,随着时间的推移,银行等金融机构的资产流动性必然降低,在从众心理的作用下,以上过程可以自我加强,并最终导致市场的全面疯狂。

(2) 在不同阶段,人们的理性程度不同。在开始阶段,对某一种有获利机会的项目,人们还能以谨慎的态度和理智的方式去对待。然而随着时间的推移,进程缓慢的实业投资已不能满足人们尽快致富的愿望,故进行投机的意愿增强。起初人们追求的是较稳定的投资回报,而在后续阶段,人们的兴趣在于通过资产的转手而获取投机利润了。例如,19世纪30年代美国的土地泡沫等,都是在经济繁荣的中后期,人们过度投机而造成的,这些例子均说明人的理性程度是随时间的变化而变化的。

(3) 不同群体的人们,其理性程度不同。上面谈到的是人们如何由开始的理性演变到最后的不理性过程,这里还将以市场上的投机者为例,说明不同类型的人,其存在着理性程度上的差异。投机者可分为两类:一类是圈内人,另一类是圈外人。圈内人可以在价格最低时买进,再抬高价格,然后在价格最高时卖出,再压低价格。为数众多的圈外人正好相反,他们在高价位买进,而在低价位卖出,成了投机活动的牺牲者。圈外人亏了钱,退出圈子,重操旧业,一分一文地攒钱,以等来日再去市场一搏。也就是为什么圈内人可以投机成功,圈外人却投机失败,或者说理性在不同人群中有着程度上的差别。

投机对于圈外人而言应是一种非理性行为,正如巴杰特所说:“售书的不应从事蛇麻投机,银行家不应倒卖松脂,铁路不应由侍女来筹建,运河不应由教士来兴修……从常识出发,让常识发挥作用吧”。

金德尔伯格还列举了另外一个非理性圈外投机者的例子,这个人就是大物理学家牛顿。牛顿本人曾说过:“我能计算天体的运行,但不能够把握发疯人们的思想。”他本人在1720年的南海泡沫

投机中,先赚了7 000英镑。但当后来的投机狂潮日益高涨时,他又被一时的冲动所左右,并再次进入市场购买南海公司股票。最终,他以输家退场,且亏了2万英镑。因此在他的余生中,几乎不堪忍受再听到“南海”两字。

(4) 合成错觉。金德尔伯格指出,在投机狂热时期,即使每一个市场参与者自己都是理性的,但也不能保证市场整体是理性的。也就是说,个体之和并非等于整体,而市场参与者往往都患了个体之和等于整体的错觉。在投机高潮期,即使一部分人能够像圈内人那样得以胜利脱逃,但大部分人却难逃失败的命运。

每个人可能都是理性的(当然是有限理性),当投机泡沫破灭之前,大家都想先人一步胜利出逃,但事实上并非每个人都能做到这一点。像“狗咬最后的”(Devil Take The Hindmost)这类用语是对恐慌现象的最好描述。“庞资”计划(Ponzi Scheme)就是一种连锁信式的游戏。1920年庞资在美国波士顿出售其短期债券,他用后来购买者的钱向先期购买者支付高额回报,并以此吸引更多的购买者。然而令人遗憾的是那些先期购买者并没有立刻将原先获得的利润抽走,而是继续将其投入到这个巨大的债务金字塔之中。但是这种“后浪推前浪”式的投资过程并不能长久维持下去,因为一旦后来者发现他们将来并不能抽回自己的本金时,这个巨大的“金字塔”必然要倒塌。事实上,也从来不可能有无限的资金来支撑这样一个巨大的债务链,因为那些投机的始作俑者或精明的圈内人早已携款“潜逃”,后续资金流必将枯竭。

除了上述四个方面的原因以外,还有以下两方面的原因常使人们处于不理性的边缘上。第一,当环境变化后,人们有等待观望或无以应对的倾向。在克里米亚战争期间,汉堡银行曾向瑞典人大量提供贷款,以帮助瑞典人向俄罗斯走私货物。战争结束后,瑞典人则用这些贷款从事造船、建工厂、开矿等方面的投资活动。汉堡银行在环境变化后(即战争结束,和平时期到来),没能采取相应

的措施收回贷款 致使汉堡银行在 1857 年的世界危机中陷入极度的恐慌之中。第二 ,人们脑际偶尔存留着一种错误的行为模型。庞资曾说过 ,“当一个人全神贯注地盯住某一件事情的时候 ,他也与盲人无异了。”金德尔伯格还指出 ,人们还有另外两种极端不理性的倾向 :一种是人们有时会把自已的某些希望寄托在尚未发生的、同时又与自已毫不相干的事情上 ;另一种是人们有时会忽视那些自己不喜欢或不想见的事实。总之 ,人们有时会一厢情愿地用错误的行为模型去解释客观世界。

### 三、证券市场监管的理论分析

#### 1. 证券市场监管的一般原因

经济学中的公共利益理论对监管的原因的分析同样适用于证券市场。就自然垄断而言 ,为打败竞争对手 ,证券商有追求规模扩张的冲动 ,所以需要开业管制、开设分支机构管制和证券商合并管制等监管措施来防止其金融力量的过度集中 ,否则将造成对市场竞争机制的扭曲和破坏。

就外部效应而言 ,因某一家或几家证券商的倒闭或者在某类业务上存有的欺诈行为极有可能导致广大投资者对其他证券商的失信 ,致使其他证券商的利益受损并对整个市场供求关系产生不规则运动 ,所以监管的存在可以最大限度地避免这种不通过市场供求关系的正常变动而导致的无法自动实现资源有效配置的影响。

就信息不对称而言 ,在证券商经营行为中的反映是较为普遍的。由于证券业务有其不同于一般市场活动的专业性 ,在缺乏有效监管的条件下 ,因利益机制的驱动 ,证券商在其经营活动中极易利用信息享用的不对称来为自己谋利。例如 ,在证券承销业务中伙同证券发行人抬高证券发行价以赚取更多的承销收入 ,证券自营商利用内幕信息操纵证券市场 ,实行综合经营的证券商对其自营与经纪业务不执行分业管理 ,在交易市场上以对自己有利的价

格自营证券买卖而损害并不知情的经纪业务客户的利益,等等。可见,“公共利益学说”关于监管必要性的分析也基本适用于证券市场,它成为证券市场监管的一般理由。

## 2. 证券市场监管的特殊原因

相对于其他金融市场来说,股票市场更给人以一种不稳定的印象,其与真实经济的联系也更为紧密,历史上的金融体系危机甚至经济大萧条的直接原因均与股市的崩溃密切相关。

马克思对于股市波动性曾经有极为深刻的阐述,他指出股市的起源主要是当时的上市公司无力提供高于社会平均利润率的业绩水平,因此必须通过股市才能融得资金,股票能够吸引投资的原因就在于其价格的波动性。对证券市场不稳定性的解释主要有以下几种:

(1) 过度投机。过度投机是明斯基和金德尔伯格对资产价格波动性的解释,它强调市场集体行为的非理性导致的过度投机对资产价格的影响,股市存在“花车效应”。当经济的繁荣推动股价上升时,幼稚的投资人开始涌向价格的“花车”,使得市场上升更快,直至资产价格上升到完全无法用基础经济因素来解释的水平,最终市场预期发生逆转,价格崩溃。

(2) 宏观经济的不稳定。虽然宏观经济的波动通常并不像股市那样频繁而剧烈,但股市的波动很大程度上确实来自宏观经济波动的影响。因为股票价格代表的是对一个未来收益的贴现值,所以任何影响到收益预期或市场贴现率的事件都会引致股市的波动,这种虚拟资产的价格波动借助股票交易和市场结构的某些技术特征立即实现,而任何便利了高买低卖的技术性特征(如信用交易、保证金交易以及抛空机制)都可能会加剧股市的波动性。

(3) 心理预期不稳定。麻省理工大学博弈论专家克瑞普斯(D. Kreps, 1987年)认为,股票市场本身就是“使价格不稳定的投机”,股市投资者个体的理性行为足以导致整个市场的周期性崩

溃。无论股市与实物经济相称与否,如果投资者对股市预期乐观,则股价将持续上升至极度不合理后市场崩溃;如果投资者的预期是悲观的,则恐慌性抛售仍足以摧毁健康的股市。趋利的心理使人们宁可盲目乐观,以道—琼斯指数为例,在4 000点以前,股市每上升1 000点各用了51年、14年、5年和4年,而此后每上升1 300点只需两三个月,因此股市的崩溃将日趋频繁。

(4) 证券市场的公共产品问题。在非对称信息条件下,存在高昂的信息成本。由于原则上每个出资人的每股收益相同,某一股东(尤其是中小股东)如果为监督企业经理行为而付出很高的成本,但其收益却为所有股东共享。由此,对企业经营者行为的监督就成为股东之间的公共产品。在企业所有权高度分散的状态下,中小股东承担所有监控成本所获得的只可能是其持有的百万分之一股权所带来的回报,这引致了证券市场上的“搭便车”行为,其结果是对企业经营监督和约束的失败。这种“搭便车”现象的背后,其本质仍是信息问题。从信息本身来看,它具有公共物品的性质,上市公司一般不愿意或尽量少提供信息,由此滋生的自然垄断增加信息的获取成本抑制了证券市场上的“信息投资”活动。从证券交易市场的角度看,由于证券市场的开放性,作出信息投资即付出信息成本的投资者的买卖行为可能迅即被未作信息投资的投资者所效法并即时产生价格变动,而使前一类投资者无法获得其信息投资的全部利益,从而减弱了其搜寻信息的利益驱动。对企业监督的“搭便车”行为和非对称信息造成的道德危险,解释了西方成熟市场的证券监管机构关于上市企业市场准入的规定。因为大公司的信誉具有宝贵的无形价值,而不知名的中小企业很可能无视中小股东的利益而不必顾及声誉,监管者不得不把大量中小筹资企业拒于股市大门之外。上述观点同样说明了为什么除了证券市场本身提供的“用脚投票”机制之外,还需要证券监管机构就“用手投票”(即股东对管理层构成的直接约束)的程序和内容作出法规

和制度安排。当然,作为主要的推论,对信息的强制性披露要求和相应的监督以及对虚假陈述和内幕交易的制裁成为监管者最重要的职责之一。还需指出的是,对证券中介机构,包括交易所、证券经营机构和咨询机构,乃至投资基金等的监控均存在类似的外部公共性,从而要求监管者从保护投资者利益的角度出发,实施相应于各证券市场经济主体的监控举措,并对证券商等金融机构施行以防止过度竞争为目的的行业准入管制。

证券市场信息的公共产品性质的另一种表现是不同市场间的信息产权问题。在证券发行市场里,必须付出调查、广告等营销费用方可确定其发行价格。在市场紧密联系的情况下,其他市场就会利用这些价格发现而不用付出成本。在交易市场中存在类似问题,一些市场的交易价格为其他交易所引用而不付费用。这种“搭便车”现象同样需要证券市场监管机构的协调和管理,考虑市场的结构和布局,维护市场的公平与统一。

对于转型经济国家的新兴证券市场来说,作为集中交易场所的证券交易所本身乃至证券市场本身具有公共产品性质。中国是个典型的例子。这些国家在体制转型进程中往往需要作为资本市场主体部分的有价证券市场来实现其经济目标,但其体制约束使得证券公开市场难以像在美国那样在华尔街的梧桐树下得以自然催生,从而需要政府的市场创新和制度构建。这从一个侧面反映了发展中国家,尤其是转型经济国家政府及其证券监管机构所面临的不同于西方国家的经济现状和体制现状,以及由此引起的不同的监管目标格局和监管任务。

(5) 证券市场非稳定。证券市场具有一般市场所没有的、由市场特性和市场结构所决定的内生的高投机性,司空见惯的过度投机现象成为证券市场失灵的一个特殊表现。由于证券交易的内在特殊性,投机行为在相当程度上根源于并不一定理性的心理预期,同时又伴随着一般产品市场难以比拟的强烈的示范效应,由此

引起的连锁反应常常使证券价格甚至在相当长的一段时期内无法恢复到均衡水平。也就是说,内在的过度投机特性使得证券市场很难实现竞争均衡的自动恢复,作为一般市场失灵表现的“经济的不稳定性和市场波动”在证券市场中尤为突出。

学者们对证券市场投机的定义和划分众说纷纭。有人认为,投机是在商业或金融交易中,甘冒特殊风险试图获取特殊利润的行为。只要不是去取得利息或股息的活动,都可定性为谋取特殊利润或投机利润的活动。也有人认为,投机是一把“双刃剑”,投机活动一方面不断填补供求缺口和价格差距,加速信息反馈和市场流通,通过竞争促使证券价格趋于平稳合理;另一方面又会引起价格曲线的大起大落和市场暴涨暴跌。故应具体划分一般投机、过分投机和恶性投机。<sup>①</sup>还有人认为,应区分理性投机和非理性投机、合法投机与非法投机,以此甄别监管的对象。本书以为当股价在一段较长时期内(或高频率地)远远偏离其真实价值时,即代表了过度投机。

尽管证券市场,尤其是股票市场上的投机具有必然性和一定意义上的经济合理性,但事实上股市中从事短期投机的人比做长期投资的人多得多。作为一个不确定性很大的市场,其价位高低往往由人们的心理预期决定,而不存在一个能够保证实现帕累托效率的均衡点。当股价脱离其真实价值而飙升时,股市就成为过度投机的市场而无异于赌博,并不能导致物质财富增加和价值增值,而只是财富的再分配。斯坦利·费希尔和鲁迪格·唐布什则进一步指出,在股市上真正起作用的并非人们对企业投资前景的信息,而只是他们对股票在下一期出售日才能卖多高价 of 短期考虑。此时投机者的行为受投机幻觉的支配。“投机幻觉迟早是要破灭

---

<sup>①</sup> 于纪涓,《股份制经济学概论》,复旦大学出版社,1998,第397页。

的,但不利用这一幻觉似乎又是愚蠢的”。<sup>①</sup>张军更认为,股票市场在本质上是一个寻租市场,股价与企业的长期绩效无甚关联。投机行为使企业发行股票的潜在风险大为增加。

以过度投机为本质过度的短期行为对证券市场功能的影响主要有两个方面:(1)导致证券市场过度波动以及证券市场价格信号的扭曲和失真,从而抑制资源有效配置。MIT的Oliver Hart和Stanford、David Kreps发表的《使价格不稳定的投机》一文中指出,在信息不完全条件下,投机者误以为价格上升而买进后,将在下一期抛出而使下一期价格进一步下降,因此股市因投机者的作用产生的自发趋势即可达供求平衡的传统理论不能成立。1981年,耶鲁大学的Robert Shiller根据近百年来主要股票指数和红利之间关系的实证研究,认为由于股票价格波动太大以致不能由反映企业收益的红利变动来解释。伯克利大学的威廉姆森教授进一步指出,正是因为股票市场不能履行把资金安排给收益最高的部门的任务,才发展起“M型企业”的基本构架。(2)影响上市公司治理结构的稳定,令证券市场对企业的激励约束功能适得其反。投机者只注重短期涨落,则往往忽视企业经营真正好与坏,股东结构不稳定也会削弱对经营者的约束和监督。在季度报告(如美国)推动下所形成的短期盈利的市场压力和对敌意收购的防范,导致企业行为普遍的短期化。这种频率过快的业绩评判机制驱使上市公司偏好于立竿见影且收益容易度量的投资形式,而对短期内支出较大但有利于企业长期发展的项目则不予关注,而且“购并狂潮已经把短期利润最大化的战略强加于美国企业,牺牲了研究、开发和资本投资”(马丁·利普顿)。大量实证表明,借助证券市场实现企业购并后的资源总体运行效率并不一定能获得改进。由此,对于界定和限制有损于公平和效率的过度投机行为,通过适当的政府干预来稳定市场并抑制过度波动,证券监管者责无旁贷。

---

<sup>①</sup> 斯坦利·费希尔和鲁迪格·唐布什. 经济学. 中国财政经济出版社, 1989. 693~698.

## 第二章 证券市场的市场机制 与公司治理

从上文证券市场对公司治理作用的理论溯源分析来看,委托—代理理论及证券市场理论都认为证券市场是公司治理的有效手段,证券市场具有公司治理的功能,但是这些理论都未阐述证券市场公司治理的具体机制,以及这些公司治理机制的途径,本章主要从证券市场的价格机制、控制权机制、股票期权机制三方面对证券市场的公司治理作用进行系统的分析。

### 第一节 市场机制

公司治理是股份公司制度的产物,股份公司的产生是证券市场形成的基础,从起源来看公司治理与证券市场是息息相关的,证券市场是股份公司运作的基础,证券市场对公司治理具有重要的作用。

#### 一、股份公司制及证券市场的产生发展

##### 1. 股份公司的起源

现代公司是古典企业演进的结果。作为一种更高级的企业形式,现代公司的起源是在一定的社会经济条件下发生的,其产生的目的是为了解决生产力发展要求与古典企业制度间的矛盾。现代公司从粗具雏形到发展成熟经历了数百年的时间,公司的具体形式也发生了一系列的演化。关于公司的起源,理论界大致有三种观点,即大陆起源说、海上起源说及综合起源说。

(1) 大陆起源说。这种观点认为中世纪欧洲大陆的法国、德

国、意大利、西班牙等国家的港口城市是欧洲当时的贸易中心，商业较为发达，个体商人在中世纪社会经济活动中占有十分重要的地位。商人们一般都把自己所经营的商号传给自己的亲属、子女，子女们在得到祖传产业后要分家析产，但又不愿歇业，于是同一家族联合经营，共享盈利，共负亏损，从而形成了具有浓厚封建传统色彩的家族式经营团体。这种家族式经营团体早在中世纪之初就已存在，曾盛行于法国，这是后来无限公司和有限公司的前身。根据这一观点，公司的产生其实是家族成员为了延续企业经营而采取的一种协作。

(2) 海上起源说。这种观点认为中世纪海上贸易较兴旺，海运业已具相当规模，但由于从事海洋贸易，既需要巨额的资本作后盾，又要冒很大的风险。比如，可能遇到风浪的袭击和海盗的骚扰、抢劫，于是为了分担风险，船舶共有便应运而生。当时的这种公司实际上是一种合伙公司，入股人之间的关系是一种合伙关系。当时的海运组织还有康枚达(Commenda)。这种组织的形成基础是一种契约关系。资本所有者既想获得利润，又不愿意亲自去冒险，于是依靠康枚达组织，将资本、财物委托给船舶所有者而分享企业的利益，资本所有者在经营中的责任仅以所出的资本为限，不负连带责任。在康枚达中，资本所有者的地位类似于隐名合伙人或隐名股东。康枚达和船舶共有这两种组织孕育着隐名合伙和两合公司的雏形。根据这一观点，公司是为了聚集资金、规避风险而出现的资本所有者之间的协作。

(3) 综合起源说。这种观点认为公司既起源于中世纪的海上贸易，又起源于中世纪的欧洲大陆，由船舶共有、康枚达和家族营业团体发展而来。这些观点的共同之处是：公司的起源，从经济上来说，与商业的发展紧密相联系；从地理位置上来说，与地中海地区紧密相关(因为中世纪前，海洋贸易和陆上贸易主要集中在地中海地区)；从时间上来看，是欧洲的中世纪。

此外,关于公司起源于欧洲的中世纪还有不同的意见。有些学者认为,早在罗马帝国时期,就存在着公司或类似于公司的组织——城市公社和船夫行会,他们认为这种所谓的“公社”和船夫行会就是公司的原始形式。

## 2. 股份公司的发展演变

(1) 原始股份公司的形成阶段。14 世纪末 15 世纪初,资本主义生产关系已在意大利的主要城市威尼斯、热那亚和佛罗伦萨萌芽。随着资本主义生产关系的出现和发展,使得中世纪封建社会村落的经济矛盾日益尖锐,西欧的封建制度走向解体,西欧各国相继进入了资本的原始积累阶段。尤其是新航线和新大陆的发现,使世界贸易大为改观。西班牙、葡萄牙、荷兰、英国作为海外贸易国异军突起,竞争激烈,贸易规模日益扩大,贸易主要地点从地中海转到大西洋,英格兰成为重要的贸易中心。与世界贸易形势相适应,早期的原始股份公司产生,并成为公司的一种主要形式。

当时的海外贸易是掠夺性的,不仅在殖民地遭到被掠夺国人民的强烈反抗,且在参与国之间经常发生矛盾,加之远渡重洋,海盗盛行,因此风险极大,远非个人投资者所能及。于是英国、荷兰、法国、丹麦、葡萄牙等国相继出现了一批由政府特许建立的、具有在国外某些地区的贸易垄断权的贸易公司。1600 年 12 月 31 日,英国女王伊丽莎白以特许状批准组织“伦敦商人对印度贸易公司”。特许状中规定,只准东印度公司与东印度进行贸易,严禁其他公司与印度直接或间接地进行贸易,违者罚款。东印度公司取得了掠夺印度和垄断远东贸易的特权。东印度公司用武力征服印度后,便进行大肆掠夺,洗劫宫廷国库,课征田赋与苛税、垄断食盐和鸦片贸易、勒索土邦纳贡等,从印度搜刮了巨额的财富。从 1601 年到 1617 年,东印度公司从英国到印度共进行了 12 次贸易航行,每次贸易航行都获得高额利润。如第三次贸易航行利润率高达 234%,第五次贸易航行利润率甚至高达 320%。自 1607 年

起,英国每年都有船只开往印度进行贸易。此外,1602年荷兰也以特许状设立了东印度公司与之抗争,主要对爪哇岛、马六甲等地进行残暴的掠夺。在此之后,欧洲又组建了一批海外贸易公司,如荷兰的西印度公司,英国的阿非利加公司、哈德逊公司,瑞典的商事公司等。其他殖民国家也相继设立公司,争相进行海外掠夺。

(2) 原始的股份公司向现代股份公司的过渡。17世纪的这些海外贸易公司都是在国家政府的支持下成长起来的,在殖民地享有一定的政治特权和垄断贸易权,本质上是宗主国对殖民地进行政治和经济侵略及掠夺的工具。然而从其内容上来看已具备了现代股份公司的主要特征,并成为股份公司发展的一种主要形式。如荷兰东印度公司成立时,资本总金额为650万盾,共2153股,56.9%的股票为阿姆斯特丹商会拥有,其余的面向全国集资。该公司确立股东大会为最高权力机构,由股东大会选举出60名董事组成董事会,另选17人组成经理会,主持日常事务。公司所得利润按股分成,头几年股金红利为30%~40%,1605年上升为70%。英国东印度公司成立时,拥有股本6.3万英镑,属于198个股东所有。到1680年增加到160万英镑,股东为550人。这两家公司的股东成员来自从事东印度贸易的商人和东印度贸易的投资者,只有极少数是一般市民。法国缺乏强有力的贸易商人,所以以王室、官吏为主要股东。公司管理机构的组织方法,在英国是召集股东大会选举董事。在荷兰则制定公司选举法,以出资5000盾以上的股东召集协议会,选举其中股权最大的股东60人为董事。股票交易虽没有普遍实行,但主要海外贸易公司的股票已经上市。1611年初,一些商人开始在阿姆斯特丹出售东印度公司的股票。股票市场的出现,标志着原始的股份公司向现代股份公司过渡,公司的资本协作不再局限于有限的个别人群,而开始社会化,公司组织开始有了质的飞跃。

(3) 公司法的诞生。在欧洲大陆公司这种企业组织形式并非都需要得到法律的承认,有些是通过契约或代理形式创立的,并不经过国家的特许。没有法律的承认和监督,这种企业形式在社会上就只能被看成是合股成员就个人投资责任取得的一种私人间的协议。这种公司不能充分发挥股份公司形式的优越性,给投机者可乘之机,造成了经济生活秩序的紊乱,使公司这种分工协作的组织形式的交易费用大大提高。

针对这些问题,1673年,法国国王路易十四发布了《商事敕令》,这是世界上第一部关于公司的立法,首次以法律的形式确认家族营业团体为公司制度。1807年,《法国商法典》第一篇,对合伙公司、股份公司的经营原则及法律地位做了规定。1826年,英国颁布条例,给股份银行一般法律认可。1855年,英国认可了公司的有限责任制。1862年,英国颁布了股份公司法。到了1875年,美国大多数州都为公司的发展制定了法律。公司这种企业组织形式开始有了法律规范,从幼稚逐步走向成熟。法律的约束大大提高了公司的协作效率,为公司的进一步发展奠定了基础。

(4) 股份公司的发展及公司制的完善。从17世纪末开始,为了适应资本主义商品经济的发展,社会分工与协作的范围要扩大,不再局限于一国领土范围内。市场的扩大要求资金的支持和运输业的同步发展。而交通运输业和金融业的发展,又要求有大量的资本,这就对资本家之间的协作提出了新的要求——资本集中。于是,股份公司首先在金融业和交通运输业兴起并发展起来,推动了资本主义经济的发展。如1694年成立的资本主义世界最早的国家银行——英格兰银行和1790年成立的美国第二家国家银行——合众国银行,均为通过股份资本筹资兴办的。合众国银行在成立时,发行了25 000股份,每400美元1股,其中45%是私人股本。该行董事有25人,5人由政府任命,其余20人由私人股东组成。当时股份银行享有银行券发行权,具有吸收社会资金的职

能。股份银行为工商业提供贷款,非常有利可图,这些银行很快就在各国发展起来,非股份制银行遭到排斥。股份银行成为金融市场上的统治力量。

在交通运输业领域,股份公司也得到快速发展。美国独立战争之后,开始了产业革命,走独立发展的道路,在东部经济发展的基础上,西部地区经济迅速开拓起来。为适应西部经济发展的需要,大量人口不断向西部流动,推动了沟通东部和西部的交通运输业的开发。因此,修建沟通东西部的铁路、公路就成为美国经济发展的中心问题。1794年先由私人修建成费城—兰卡斯特的公路。这条公路采取设关卡,征收过路费 etc 办法,收益优厚。这一先例带动了各种筑路股份公司的兴起。同时,为了鼓励铁路的修建,美国政府在经济上给予扶持,从而推动了铁路股份公司的发展。铁路公司的股票不仅在本国出售,而且还远销到欧洲,把外资引进铁路建设中来,保证了美国铁路公司有巨额资金,加快了铁路业的发展。

到18世纪末,欧洲还产生了一种新型的公司组织——股份两合公司。它由无限责任股东与持股票的有限责任股东联合组成,具有无限公司和股份有限公司两者的特点。到19世纪下半叶,随着机器大工业的发展和竞争的加剧、新技术的采用,使得资本有机构成大为提高,仅靠独资或合伙已经难以适应这种要求,于是股份公司的数量急剧增加。从英国的情况看,1862~1886年,新设立的公司有25 000家,平均每年设立1 041家,而30年前,平均每年只有300家。1897年是英国股份公司空前大发展的一年,新成立的股份公司多达4 975家。仅奥耳德姆一地纺织业的股份公司就占了英国全部纱锭的1/70,许多独资企业和合伙制企业也改组为股份公司,使得股份公司成为一种主要的企业组织形式。在股份公司迅速发展的过程中,美国的工业公司普遍采用铁路公司的做法,并发行了一种名叫优先股的股票。在支付股息时,优先股有优

先权,但其股息数额是不变的。当公司解散时,优先股股票持有者可以优先对公司的财产提出要求。到这一时期,公司的发展达到了高潮,世界上存在的各种形式的公司组织这时已相继出现,公司制度在组织形式上已经发展得比较完备。

(5) 巨型的垄断公司的出现。19世纪末20世纪初,资本主义的发展进入了帝国主义阶段,工业生产的集中化程度越来越高,企业数量大大增加。企业不仅要通过公平的方式来获得更高的分工与协作效率,还要通过吞并弱小或强强联手来实现垄断,从而在社会协作中占据优势地位。在由自由竞争向垄断转变的过程中,由于公司规模不断扩大,工业公司扮演了重要角色。正如马克思指出的,“假如必须等待积累去使某些单个资本增长到能够修建铁路的程度,那么恐怕直到今天世界上还没有铁路。但是,集中通过股份公司转瞬之间就把这件事完成了”。如美国的洛克菲勒在1870年把美孚石油公司改组为股份公司后,一跃成为美国最大的石油公司。19世纪70年代后期,美国石油厂商在产量和运价上展开激烈的争夺,洛克菲勒取得铁路运价优惠,扩大实力,并把14家石油公司的股票和另外26家公司的大部分财权集中到完全有代表权的9名董事手里。这些董事有权决定所属各公司的经营政策。于是,到1879年,美国出现了第一个托拉斯组织——美孚石油公司,至此它拥有名义资本7000万美元,控制了石油生产的90%。由于托拉斯组织是一种经营活动的实体合并——按照托拉斯协议有关各方结合组成一个新的工业公司,因而在竞争中具有更大的优越性,不久便在美国、英国和西欧其他国家蔓延开来。如美国的摩根把它在铁路、银行中赚取的巨额资本转向工业部门,收买许多工业公司的股票,大规模地组织托拉斯。1892年组织的通用电气公司、1901年设立的美国钢铁公司,都是摩根控制下的托拉斯组织。1900年,美国的工业托拉斯发展到约149个,1904年则达到318家。这些巨型的垄断公司,占有一国甚至国际某一生产部门

的很大比重,成为决定一国国计民生的大公司。如1929年美国最大的200家非金融公司的资产都超过9000万美元,其中资产总额约达810亿美元。这个数额相当于美国所有公司资产总额的49%,约占全国所有企业资产总额的38%,约占美国全部财富的22%。在汽车工业,通用、福特和克莱斯勒三大汽车公司稳定地控制着美国汽车产量的95%左右。在轻工业部门,如伊斯曼·柯达公司是世界上规模最大的感光材料公司,它的产量占整个资本主义世界感光材料产量的70%;胜家和海京两家公司垄断了美国的缝纫机生产;宝洁公司、联合利华公司和柯尔盖特—帕尔莫利夫公司控制了合成洗涤剂生产。又如日本,1917年3月末,只占公司总数0.14%、实缴资本在10亿日元以上的公司,却占了全国公司实缴资本总额的60.8%和总资产额的46.8%。无论是第一次世界大战的战前还是战后,各种商品的生产都由各行业的几家垄断性公司牢牢地控制着。

(6) 大型跨国公司的形成。各种巨型垄断公司在其发展过程中,往往感到仅在国内活动远远不够,于是它们就拼命地向海外扩张,形成了大型的跨国公司。跨国公司是垄断资本主义高度发展的产物,跨国公司形成的基础是资本输出。跨国公司将资本在国际市场中的运作内在化,是资本分工与协作范围的拓展。19世纪末20世纪初,伴随着资本主义进入垄断阶段,资本输出在一些发达的资本主义国家中成为普遍现象,跨国公司便作为资本输出的重要工具而开始出现。在第二次世界大战之后,尤其是在20世纪50年代末60年代初,跨国公司在规模上和数量上发展迅速,成为国际经济生活中重要的经济力量。如美国的埃克森石油公司、国际电话电报公司(AT&T)、国际商业机器公司(IBM)、法国的米其林轮胎、日本三菱重工业公司、荷兰飞利浦电气公司、德国的西门子公司、意大利的菲亚特汽车公司、瑞士的雀巢食品公司等,都是著名的巨型跨国公司。瑞士的豪夫迈·罗氏制药公司1896年成

立,到1908年其分支机构已遍布英、法、德、美等国。

### 3. 证券市场的产生及发展

(1) 股份公司制度是证券市场的起源。证券市场是社会化大生产的产物,是商品经济、市场经济发展到一定阶段的必然结果。现代市场经济追求规模效益,股份制和证券市场是实现规模经济的有效手段和途径。作为高效率的经济制度,股份制和证券市场是市场经济发展的需要,也是市场经济走向成熟的标志。市场经济下的社会化大生产是证券市场形成的经济基础。在自给自足的小生产社会中,生产所需的资本极其有限,单个生产者的积累就能够满足再生产的需要。从自然经济向商品经济发展的初期,由于社会分工不发达,生产力水平低下,社会生产所需的资本除了自身积累之外,通过借贷基本上可以满足生产发展的资金需要。随着生产力的进一步发展,社会分工日益复杂,商品经济日益社会化,人类进入了商品经济发展的高级形态——市场经济。这时,无论是单个生产者自身的积累,还是有限的借贷资本,都难以满足社会化生产所需要的巨额资金。于是,客观上需要对企业制度进行创新,发展新的筹资手段以适应社会经济进一步发展的要求。

这种新的企业制度就是股份公司。股份公司的产生是形成证券市场的现实基础,特别是为股票市场的形成创造了条件。股份公司突破了个人、合伙企业的限制,是对私人资本的一种扬弃。股份公司面向社会,通过发行股票和债券可以迅速集中大量的资金,来实现生产的规模经济,而社会上的资金盈余者也愿意加入股份公司这个“联合舰队”,本着“利益均享、风险共担”的原则进行投资,谋求财富的增加。

17世纪初,荷兰和英国成立了海外贸易公司。这批海外贸易公司具有较明显的现代股份公司特征:通过募集股份资本建立;具有法人地位;由董事会领导下的经理人员进行经营管理;股东会 是公司最高的权力机构;按股分红;实行有限责任原则;发行股票

和允许股票转让，公司生命永久化。这批海外贸易公司的成功使更多的企业开始模仿它们的组织形式，于是，在荷兰和英国掀起了成立股份公司的浪潮，到1695年，英国成立了约100家新股份公司。同时，股份公司所在的产业领域也开始突破，银行、运河、铁路等交通运输和一些公共事业部门需要大量的资金，在这些部门涌现了大量的股份公司。18世纪下半叶，英国开始了工业革命，大机器生产逐步取代了工场手工业，到19世纪中叶，股份公司在制造业中普遍建立起来。工业革命从英国向其他资本主义国家扩展，股份公司这一全新的组织形式也传遍了资本主义世界。19世纪中期，美国产生了一大批靠发行股票和债券筹资的筑路公司、运输公司、采矿公司和银行。由于股份公司表现出高速集中资本的能力，在19世纪后半叶，美国以钢铁、煤炭、机器制造业为中心的重工业部门，一开始就普遍采用股份公司的组织形式。到第一次世界大战结束时，美国制造业产值的90%由股份公司创造。19世纪后半叶，股份公司组织形式传入日本和中国。日本在明治维新后出现了一批股份公司，我国国内的股份公司最早形成于洋务运动期间，在洋务运动兴起后建立了一批官办和官商合办的股份制企业。1873年成立的轮船招商局发行了中国自己最早的股票。股份公司的建立，股票和债券的出现，为证券市场的产生提供了基础。证券市场的建立是生产社会化和企业股份化发展的必然产物，并随着社会经济的发展而发展。

在早期的证券市场中，除了股票和企业债券外，政府债券扮演着重要的角色。由于资本主义国家职能和职权的扩大，为了弥补财政不足，政府开始动用国家信用，举借公债。荷兰、英国是最先发行公债的资本主义国家。美国在独立战争期间，为了支付巨大的战争经费和政府机器的开支，发行了巨额的各种中期债券和临时债券。战后，美国政府发行了8000万美元的巨额联邦债券来承担战争期间所发生的债务，它推动了美国的证券交易和美国证

券市场的形成。19世纪末的清政府为了弥补国库空虚,也仿效西方国家的公债制度,在国内发行各种公债。

证券发行的出现带来了证券交易。早在1611年,就有一些商人在荷兰的阿姆斯特丹交易海外贸易公司的股票,成为股票交易所的雏形。1773年,在伦敦柴思胡同的约那森咖啡馆,股票商正式组成了英国第一个证券交易所,即当今伦敦证券交易所的前身。1792年,24名经纪人在纽约华尔街的一颗梧桐树下订立协定,形成了经纪人卡特尔,这个经纪人卡特尔就是现在的纽约证券交易所的前身。1878年,东京株式交易所正式创立,它是现在的东京证券交易所的前身。1891年,中国香港地区成立了股票交易所。1914年,中国的证券经纪人正式组成“上海股票商业公会”,于1920年成立了“上海证券物品交易所”。

(2) 股份公司的发展是推动证券市场发展的原动力。推动证券市场发展的因素作为现代市场经济体系中配置资源的有效方式,证券市场的发展是一系列因素共同作用的结果,其中股份制的发展是推动证券市场发展的根本动力。

社会化大生产越向前发展,规模经济越显著,股份公司集中资本的优越性就越受到重视,而每一次股份公司的大发展都会带来上市公司数量的迅速增加和证券市场的飞跃。20世纪前三个十年中,主要资本主义国家形成了众多的股份公司,英国在这三个十年中,建立的股份公司分别达到5万家、6.4万家和8.6万家,到1930年,英国90%的资本均处在股份公司控制之下。1909年,美国股份公司总数已达到26.2万家。股份公司的迅速增加使这一时期的资本主义证券市场进入了发展的快车道,证券市场规模和筹资能力迅速扩大。例如,1901年至1933年,美国股票的发行量与国内固定资产投资比率平均高达12%,最高时平均高达17%,明显高于1933年至1958年的这一比率。20世纪80年代末以来的新兴证券市场,特别是东南亚和东亚发展中国家的证券市场,也

出现过这一现象。印度尼西亚的雅加达证券交易所 1988 年仅有 24 家上市公司,1995 年增加到 239 家,同期的股本从 0.7 亿股增加到 457.9 亿股,市值从 0.5 万亿盾增加到 152.2 万亿盾。

## 二、基于证券市场功能的分析

### 1. 证券市场是股份公司制度运作的基础

证券市场是现代企业制度运作的基础。现代企业制度萌芽于 16 世纪,确立于 17 世纪,成熟于 19 世纪,完善于 20 世纪。现代企业制度产生的根本原因在于市场经济发展过程中的社会财产分散化与财产规模经营的矛盾。我们知道,随着市场经济的发展,规模经营日益成为企业在市场竞争中成败的关键,当企业经营规模超出个人独资经营和家庭合伙经营的财力时,就内在地产生了超越个人财产和亲情界线而在朋友间集资进行合伙经营的方式。随着证券市场的产生,这种合伙经营进一步发展为通过证券市场筹资进行经营的公司式现代企业。从财产关系上考察,现代企业是不同财产所有权的复合体,在这里,证券成了财产复合的工具。这种借助于证券市场的财产复合过程,实质上是不能直接进入运营过程的财产向经营性财产的转变或是已有的经营性财产的重组过程。随着现代企业制度的发展,证券日益成为现代企业资产的一般形式和财产的一般集中工具。证券市场正是通过证券品种的不断创新和证券流通的专门服务,形成以证券市场商品为经营对象和协调复杂的证券市场经济关系的专门组织机制而促进现代企业制度发展的。

第一,证券市场形成了财产证券化的专门机制,促进企业形式公司化的发展。现代企业制度发展的前提和基础是以证券市场为媒介进行的资源配置与再配置的比重在资源配置总量中不断提高,证券收益方式成为财产增值的基本形式和工具,也就是说,以证券市场为主体内容的财产运作制度必须成为社会占主导地位的财产运作制度,并在此基础上形成普遍化的证券市场关系。这就

相应地要求社会财产的证券化程度有相当的发展。证券市场正是通过自己发展成为专门的经济活动体系所形成的财产证券化机制而促进现代企业制度发展的。为了适应财产证券化的发展要求,与证券市场商品的发行与流通相关的劳动职能专门化、交易市场专门化和组织监督机构专门化获得了迅速的发展,整个证券市场经济关系逐渐形成了复杂和相对独立的产业组织体系。这个庞大的体系不但提供种类繁多、功能各异的证券品种以适应不同证券需求的需要,而且形成了对证券市场商品从创造、登记、买卖、交收、咨询的全过程各个阶段的职能分工体系进行组织与协调的运作机制,有效地引导社会财产向证券形式的转化和促进企业形成的公司化发展。

第二,证券市场促进了现代企业制度运作效率的提高。现代企业制度和古典企业制度的主要区别在于:其一,企业的所有权分属于不同的所有者而同时又是一个不受所有者直接支配的运营实体。其二,具有股东大会、董事会和高级经理班子三位一体的治理结构。证券市场对现代企业制度运作效率的功能就在于,它形成企业激励机制和约束机制相统一的经营机制。在现代企业制度下,企业的生存发展完全取决于企业的运作效率和经营业绩,而作为经营主体的企业经营者的事业成败与个人收益也与企业的经营状况完全融合在一起。这样,企业内部的运作结构就生成企业发展的内在激励机制,并人格化为经营者不断追求资产收益极大化的经营行为。同时,证券市场经济导致了企业效率表现完全市场化,并使企业的经营业绩与其证券市场的市场价格相对称,从而形成企业的市场公众选择机制,这种公众选择机制与企业三位一体治理结构的内部约束相统一的约束机制,促使企业把不断地寻求市场获利机会和不断地降低内部经营成本统一起来,以达到尽可能地提高资产效率的目的。另一方面,证券市场为企业创造了大规模运用社会资本的条件和工具,能够有效地促进企业规模经营

的发展,而其为企业发展提供的直接筹资与融资的市场条件和相关的市场信息获取等各种服务,更使企业可以从财力、物力上保证尽可能多地抓住企业发展的契机,促进企业的成长。

第三,证券市场形成了现代企业制度的自我更新的优化机制。证券市场实现了不同所有权的量化和交易的直接市场化,且不受其客体的约束,在时空上形成了独立的市场运动。这种运动的实质内容就是企业所有权的不断流动与重组,从整体上看,由于这一运动表现为市场比价结构的运动,而且受证券市场的收益结构的支配,所以这种流动与重组具有单向性,即所有权的流动方向受企业资产的使用效率所诱导,并从低效率的企业向高效率的企业转移。因此,证券市场经济的运动有效地促进了企业所有权的流动和所有权的配置效率的提高。另一方面,随着证券市场经济的发展,通过所有权的出售、购买、转让等市场行为,发展了企业的直接市场收购、兼并、控股等企业重组方式,并成为现代企业制度下产业组织创新和发展的基本方式。这样,在现代企业制度下,就形成高效企业不断对低效企业的替代和不同企业之间的优胜劣汰机制。证券市场对现代企业制度运作的这种功能,保证了高效企业始终是现代企业制度占主体的企业构成关系,促进了现代企业制度运作效率的提高。

## 2. 证券市场的公司治理功能

证券市场具有公司治理的功能。这是因为,公司要成为上市公司,首先必须改制成为股份有限公司,按照股份公司的机制来运作,形成三级授权关系,股东组成股东大会,通过股东大会选举董事会,董事会决定经理人选,经理具体负责企业日常运转。股份公司这种企业组织形式成功地适当分离了所有权和经营权,使公司的组织体制走上了科学化、民主化、制度化和规范化的轨道。其次,由于上市公司的资本来自诸多股东,股票又具有流通性和风险性,这就使企业时时处在各方面的监督和影响之中,其中包括:(1)

来自股东的监督。股东作为投资者必然关心企业的经营和前途，并且通过授权关系来实施它们的权力。(2)来自股市价格涨跌的压力。企业经营的好坏直接影响股价，股价也牵动着企业，经营不善产生的价格下滑可能导致企业在证券市场上被第三者收购。(3)来自社会的监督，特别是会计师事务所、律师事务所、证券交易所的监督 and 制约。所有这些制约因素都促使上市公司形成健全的内部运作机制。

与非上市公司相比，上市公司在机制上可以产生几个重要的变化。第一，有利于形成“产权清晰，责权明确，政企分开，管理科学”的公司治理结构。第二，有利于在企业运行、财务状况等方面建立规范、透明、及时的信息披露制度。第三，有利于健全企业的经营管理和激励机制，促进形成相对独立的企业家阶层。第四，由于产权分散，社会监督较强，有利于企业形成良好的风险控制机制。第五，由于资金来源相对分散，有利于企业建立合理的财务结构，形成适应能力较强的投融资机制。

不少家族企业经过股份制改造，成为上市公司后，由于经营机制的成功转变，突破了私人企业的限制而获得巨大成功。例如，福特公司、三菱重工等，通过上市，突破单一资本限制，形成健全的公司治理结构，充分利用企业家队伍的专业化管理，成为位列世界500强的著名大型跨国集团。

在加速资本积聚集中和转换机制的过程中，证券市场培育出了一批在各国经济发展中发挥中流砥柱作用的大型上市公司。20世纪90年代初期，美国6300多家上市公司的销售收入占美国国内生产总值的比重超过80%，在美国的大公司中，位居前列的多数是上市公司。在英国，2000家上市公司的销售收入占英国国内生产总值的57%。日本200多万家企业中有97万家是股份公司，将近半数，其中上市公司1978家，这些大公司占公司制企业的1%，但销售收入占总额的40%。1997年，美国《商业周刊》对

全球 1 000 名最大的上市公司进行排名 ,最大的美国通用电气公司的股票市值达到 1 981 亿美元 ;位居第 100 名的柯达公司市值为 273 亿美元 ;上榜的最后一名 ,市值也达到 34.3 亿美元。

此外 ,证券市场的治理功能还体现在传递信息、发现价格、评估绩效、约束管理者等方面 ,市场有效性的一个最主要的特征在于股票价格能对各种可获得的信息作出迅速的反应 ,股票价格与股票的内在价值基本保持一致 ,从而资本市场发挥着风险资产定价的功能。

风险资产价格反映的是资本资产所带来的未来收益与风险的一种函数关系。资本市场风险定价功能在资本资源的积累和配置过程中都发挥着重要作用 :一方面它决定了风险资本的占有条件 ,只有能够支付得起一定风险报酬的融资者才能获得资本资源的使用权 ,从而保障了稀缺资本只流向对资本使用效率最高的融资单位 ;另一方面它有助于企业作出收益用于分配还是用于发展的决定 ,当未来收益可以超过平均利润率时 ,企业具备扩大股本的资格和条件 ,反之企业可以将收益分配给股东以维持现有的股价或使股票贬值。

有效的股票市场是公司经营绩效的评估系统 ,股票市场是投资者行使“用脚投票”权利的场所。上市公司损害投资者利益或投资者对上市公司的业绩不满 ,可通过抛售股票对公司管理者形成约束机制。二级市场对公司经理人员的约束力取决于公司级经理人提供的股票期权激励机制和经理市场的成熟度。股票期权安排使公司管理人员除了薪水以外 ,还有一份与股票市价正相关的额外收入。另外 ,成熟的经理市场也使经理的身份与公司股票价格相联系。这些因素将使经理们努力工作 ,提高上市公司经营业绩。

### 三、基于委托—代理理论的模型分析

从委托—代理问题的一般模型中可以看出 ,委托—代理问题的解决涉及到两个基本方面 ,即信息问题和激励约束问题。企业

从证券市场融资,在信息不完全的情况下,同样面临着这两个问题。

在证券市场上,投资者和筹资者之间的信息是不对称的。信息不对称容易导致证券市场中的逆向选择和道德风险问题。为了防备逆向选择和道德风险对自身利益带来的损害,资金出让者就会在成本与收益比较可以接受的情况下,尽力收集信息,而当信息不可得或需要花费较大代价才能取得时,资金出让者可能放弃投资。同样,在信息不对称的情况下,具有好项目、未来收益看好的筹资者和未来收益不能保证、对投资者回报较差的筹资者,可能在证券市场上难以区分,因而好企业和差企业面临着同样的融资成本,这将导致好企业退出市场,即存在阿克洛夫所说的“次品车”问题。证券市场的发展,能够缓解信息不对称问题。具体表现为:

第一,证券市场对筹资者有强制信息披露条款,并有严格的审查程度。

第二,证券市场的发展,正逐渐派生出专业的信息生产机构,节省信息生产成本,有利于信息的传递。

第三,证券市场的运行机制对信息的真实性和信息的及时传递具有保证作用。在有效市场上,投资者被欺骗一次之后,一般不太可能第二次受欺骗。对于持续经营的企业来说,欺骗投资者是一个得不偿失的选择。同时,由于资本市场交易电子化、自动化技术的发展,证券流动迅速,信息渠道通畅,因而信息也能及时得到传递。

此外,证券市场还提供解决激励约束问题的机制。由于激励约束问题也是在信息不对称下产生的,因此,证券市场的信息显示和传递功能本身就能降低解决激励约束问题的成本。更为重要的是,资本市场还提供着解决激励约束问题的具体手段。就企业融资中的激励约束机制的构建来看,资本市场使企业的价值评价更符合实际,为委托人、监管代理人提供了依据,证券市场也使股票

期权和期股等激励制度的实施成为可能,证券市场还通过市场上投资者“用手投票”和“用脚投票”及企业接管机制来促使代理人更好地为委托人服务。

#### 四、市场机制及内在规定性

##### 1. 证券市场的公司治理机制

(1) 价格机制。有效的资本市场提供的有关公司证券价值的信号对公司治理机制是极为重要的。在信息有效率的市場里,价格在任何时候都是证券投资价值的最佳评估。公司股票的市场价格提供了公司管理效率的信息,对公司经理决策的预期反映在股票价格上,出资者观察股价获得公司经营的信息,降低了出资者获取公司经营信息、评价经理人员经营业绩的成本。资本市场降低了出资者对公司经理的监督成本,经理市场对经理的评价也往往参照资本市场上公司股票的表现。

尽管对现实市场是否达到有效市场众说纷纭,但毋庸置疑的是,资本市场的价格提供了投资者对公司的评价,而这一评价对公司治理来说是极为重要的。一是公司经理人员相对投资者而言拥有更多的企业经营现状及前景的信息,投资者要想得到这些信息需要支付高昂的信息成本,否则很难对公司的经营进行监督。资本市场的价格发现机制降低了投资者的信息成本,投资者只要观察股价就可得到市场参与者对公司经营前景与企业家才能的估价,从而降低了投资者对公司经理的监督成本。二是资本市场股价机制给公司经理人员以压力,使经理努力工作作用良好的经营业绩来维持股票价格。

股价通过两条途径实现:一是几乎所有国家的法律都要求股份公司必须向资本市场出资人公布有关信息。信息披露制度保证信息公开的及时、准确和完备,而公司从长期融资的角度考虑,权衡长期利益与眼前利益,也不愿以虚假信息来欺骗投资者。公司公开信息,促进了信息的传播,使信息尽快地融入价格中。二是市

市场主体进行信息收集和处理工作。投资者的投资回报与投资者获得的信息量与准确度高度正相关,投资者出于自身的利益考虑,会监督公司提供信息,收集有关信息,对每只证券做出评估都要花费一些固定成本,每个投资者都进行同样的活动无疑是一种社会资源的浪费。由资本市场上的中介机构来完成上述工作,还有掌握着巨额资产的机构投资者,他们有能力投入大量人力、物力用于有关信息的挖掘和处理,从而大大增强了信息效率,节约了信息成本。

(2) 控制权机制。证券市场对公司治理产生影响的实质是公司控制权争夺,主要通过接管来实现。即使有效市场的股票价格正确反映了公司经营状况和财务状况,但当企业经营管理不善使股价持续下跌时,很少有公司经理因此而辞职。在资本市场对公司业绩及企业家才能正确定价的基础上,还应有一种主动力量根据资本市场的评价结果,介入公司经营和控制,任免企业家直至改组公司。接管的威胁可能代替股东对管理者的监控,这是来自新的所有者的“背后鞭策”,而且在其他公司治理的机制不起作用的情况下,接管仍能发挥作用。接管被认为是防止经理人损害股东利益的最后一道防线。当经理人的行动偏离所有者目标时,股价下跌,公司面临被接管的危险,而接管往往伴随着经理人员的更迭,一般来说,经理都会预见到这种结果,从而促使他们追求所有者的目标。接管向小股东提供了一种保护,如果股东在某一企业中所占股份很小,则不足以对经理实行有效的监督,但由于股份可以自由买卖,当小股东对公司经营不满,对公司未来预期持悲观态度而抛售手中的股票时,导致企业的股票价格下跌,有能力的企业家或其他公司买进足够多的股份,就会接管该企业,赶走在任经理。接管保证了公司管理者之间的有效竞争,对经营者形成压力。

在机构投资者占主要的、至少是相当重要的地位后,由于机构投资者掌握着上市公司相当大份额的股票,从而有能力影响公司决策,这样,在敌意接管之外,产生了一种较为温和的接管方

式——积极股东行动。股票具有收益性和参与性的特征,大部分投资者购买股票的目的是让渡资金的控制权、使用权给企业家,以期取得比投资者自行进行经营更高的收益,或是为获取价差收益,而不是参与公司经营,这样的股东称为消极股东,通过参与公司决策,对公司进行改革和重整,以期取得更高收益的投资者称为积极股东。理性投资者只有当预期收益超过预期成本时,才会有积极性成为积极股东。个人股东受财力所限,一般在公司中所占份额较小,没有足够的激励去监督企业家,而机构投资者规模巨大,其监督成本与收益的不对称程度较个人投资者小,即使被“免费搭车”,也是得大于失。又由于机构投资者作为整体持股量占整个资本市场的一半以上,无法像一般个人投资者那样方便地卖出所持股份,只能利用其大股东的身份介入公司管理,加强对企业家的监督和约束。

(3) 股票期权机制。股票期权报酬合同的实质是借助股票价格反映的股票市场对公司潜力的评价,对管理人员提供长期激励。股东希望经营者在采取行动之前考虑行动的预期收益是否超过预期成本,如从事哪个项目或放弃哪个项目,但是经营者考虑的是采取这一行动能给他个人带来怎样的收益和成本比较。那么,把经营者的福利和股东财富相联系的报酬合同会协调经营者私人收益及股东的收益与成本。报酬合同可通过多种机制提供激励,如以业绩为基础的奖金和工资调整、股票期权报酬合同等。

股东以股票价格为基础设计管理者的报酬合同,付给管理人员部分现金和公司的股票买入期权,如果公司经营业绩好,则股票价格上升,管理人员行使期权合同就可获得丰厚收入,反之,管理不善使公司股票市场表现不佳,则管理人员只有微薄的薪金收入。根据美国纽约薪酬顾问波尔·默伊对美国200家最大公司的调查,这些公司的CEO的报酬构成为:工资21%、短期激励27%、长期激励16%和以股票为基础的酬劳36%,股票期权报酬合同在管理

人员的报酬中占有重要的地位。

## 2. 证券市场发挥治理机制的内在规定性

证券或股票市场公司治理功能的有效发挥具有以下内在的规定性：第一，企业在证券发行和上市方面的平等竞争与优胜劣汰；第二，充分、及时和正确的信息披露；第三，合理的公司治理结构；第四，上市公司股权的相对分散，从而通过收购、兼并可实现存量资本的重新配置；第五，证券交易市场具有公开、公正和公平的性质，市场交易规则能维护中小投资者的利益和投资大众对市场的信心；第六，投资者的理性选择；第七，市场效率不断提高，这体现在市场流动性的增加、价格对信息的及时反应以及交易成本的不断降低等方面。

## 第二节 价格机制与公司治理

价格机制是证券市场最重要的机制，价格机制直接影响着控制权机制及股权激励机制的发挥。股票价格是否反映股票的真实价值，股票价格是否反映企业的真实信息，这一切决定着证券市场的治理机制的发挥。

### 一、价格机制的形成

资本市场的价格到底是由什么因素决定的？这一直是经济理论界所关注的问题。按照马克思的理论，资本市场价格是市场价值的货币表现，而“市场价值，会随着它们有权索取的收益的大小和可靠程度而发生变化”。一般而言，资本市场证券的市场价值“部分地有投机的性质，因为它不是由现实的收入决定的，而是由预期得到的、预先计算的收入决定的”。但是如果假定现实资本的增值保持不变的话，那么“这种证券的价格的涨落就和利息率成反

比”。<sup>①</sup>在这里,马克思把证券价格的决定因素归结为资本市场交易者的预期收益的大小及其对于所获市场信息的可靠程度和利息率。

而凯恩斯则认为,资本市场上“股票价格乃代表证券市场所有投资者的平均预期”。虽然从理论上讲股票价值取决于其未来收益,但凭借“我们现有的知识,不足以计算出一个正确的预期”。<sup>②</sup>按照凯恩斯的观点,由于资本市场影响价格的各种因素实在是太多太复杂,因此对资本市场的价值进行长期预测几乎是不可能的。市场投资者所要进行的工作就是把长期预期转化为连续不断的短期预期,并对这种短期预期进行不断地修正,然后进行投资决策与行动。美国经济学家奥斯卡·摩根斯特恩也认为,“任何资产的价值决定于一种实际的或预期的交易,他人愿意支付的乃一物之价值也”。

分析上述理论,我们不难发现如下结论:第一,从长期来看,资本市场股票价格是围绕其股票的内在价值而上下波动的,股票的内在价值决定股票的价格。第二,从短期来看,或者说在现实的市场上,资本市场股票的价格是由广大投资者对市场的平均预期所决定的。而影响这种预期的因素又相当复杂,因而不能也不可能仅仅用某一种理论或者经验来解释市场股票价格的形成。

一般来说,股票市场价格的形成是与市场供求、国家和国际政治经济环境、经济运行周期、投资者对现在与未来市场的预期、国家的各种政治、经济政策等因素密切相关的,资本市场价格的形成正是在这一系列因素的综合力量作用下的结果。

应当指出,现代西方经济学理论在对于资本市场股票价格的形成理论中,存在一个十分现实的而又无法回避的问题,那就是如何看待或者说怎样分析资本市场上投机者对股票价格的决定与预

---

<sup>①</sup> 奥尔森,《国家兴衰探源》,商务印书馆,1993。

<sup>②</sup> 奥尔森,《集体行动的逻辑》,上海三联书店,1995。

期？因为我们要研究资本市场的问题，就必然要面对这个现实。如前所述，按照现代西方一些经济学家的预期理论，资本市场上股票价格是由投资者的心理决定的。只要投资者认为未来市场价格会上涨，他就完全可以不必考虑该股票现在的市场价格是否已经远远高于其内在价值，从而决定追高购买；反之，如果投资者认为未来股票市场的价格会下跌时，他就可能不顾当时市场股票的现实价格而跟进抛出。这种现象曾被人称之为“博傻游戏”。<sup>①</sup>

由此可见，信息在资本市场上对于广大投资者（从广义上理解，投机者也应当列入其中）而言具有极其重要的地位与作用。因为大多数投资者都是利用自己所能获得的一切信息来形成自己的预期，这种预期在市场上综合作用的市场表现就是价格；但是，在某一个特定的时期或者是特定的市场中，投资者极有可能接受同一信息的刺激而产生同向预期，结果使市场价格形成大起大落，即所谓的剧烈震荡。实践证明，资本市场的稳定与否，关键取决于市场交易主体在市场信息方面的对称程度的高低。尤其是在资本市场本身就存在信息不对称的条件下，如果对于那些人为因素，或称恶意、故意制造出来的信息不对称行为不给予严厉打击和限制，那么在资本市场价格形成机制的作用下，就必然会引起资本市场经常出现剧烈振荡与不稳定。

## 二、价格机制的机理

所谓股价机制，是指在证券市场上通过股票价格的高低及其变动情况，来反映股票发行公司的经营状况和变动情况，并以此引导或影响投资者（股东）对企业的筛选与监控。相应地，股票价格能否反映公司的营运状况就成为股价机制发生作用的前提条件。

---

<sup>①</sup> 每一个人在购买股票时都不必考虑或者研究该股票到底值多少钱或者说能够带来多少长期利益，关键在于市场上只要存在比自己更傻的人愿意以更高的价格向他购进，那么前者就可晋升为聪明人行列。而只要市场上不断地存在着新的傻瓜进入，这个游戏就能够持续不断地进行下去。

在有效市场理论问世之前,关于股票定价的研究带有相当浓厚的经验色彩,主要有股票价格的技术分析和基础分析两个分析模式。市场理论提出后,第一次为股票定价研究构造了较为严密和规范的分析框架。其中对证券市场定价有效性的经验研究,大体包括静态和动态两种思路。所谓静态思路,是首先计算出均衡条件下的价格,然后检验现实中证券市场价格与均衡价格的偏离程度,确定证券市场定价的有效程度。所谓动态思路是检验证券市场的信息公布之后证券资产价格的调整速度,调整速度愈快则说明证券市场定价的有效性越高。

目前,理论界对证券市场定价有效性进行了大量的实证检验,基本上肯定了市场定价有效性的存在。研究表明,证券市场的有效定价需要两个条件,一是资金的流动性,二是信息的流动性。资金的流动性是资金可以在证券市场上,在不同资产、证券之间畅通无阻,并且交易成本足够小。信息的流动性主要包括信息公布是否及时、准确和完备,市场主体是否积极进行信息收集和处理。其中,信息的流动性或信息披露机制是制约证券市场有效定价的关键因素。

股份公司向出资者公布信息可分为自愿披露和强制披露两种。资料显示,在1934年美国证券信息披露制度确立之前,在纽约股票交易所上市的公司中,有62%的公司自愿披露财务信息。但是公司公布的信息在本质上接近于一种公共产品,作为信息供给方的股份公司无法把信息披露的收益内部化,存在“搭便车”的问题,因而主观上公司倾向于最低限度的揭示。同时,公司公布的信息在市场中直接反映到股票价格之中,因而为了抬高股价,公司具有有选择地披露有利信息的冲动。因此,必须有外部监督力量,实行强制信息披露。

强制信息披露的实现,一是靠有关法律规范的制约。早在

1884年,英国颁布的《股份公司法》就已经要求股份公司进行必要的信息披露。发展到现代,几乎所有国家的法律都要求股份公司必须向证券市场出资人公布有关信息。二是依靠外部监督力量,即通过证券市场接管机制来实现。如股本出资者或者出资者代表在证券市场上向股份公司发出收购要约,将迫使公司企业家披露有关信息以抬高股票报价。如果企业家无法提供信息证明敌意接管者的报价过低,那么他就必须接受该报价。因此,接管机制对信息披露的强制监督是通过企业家与出资人之间的博弈而实现的。

证券市场定价机制对于公司制企业的出资人监控企业家行为具有重要意义。作为内部人的企业家,相对于作为外部人的出资者,对于公司的经营状况有着更为广泛和深入的了解。由于企业家和出资者在利益与责任上的不对等,企业家有更多的内在动力向出资者掩盖企业的真实状况。如果出资者仅仅依赖企业家所给予的信息进行判断,产生偏差将在所难免。而证券市场对公司的定价机制则可以弥补出资者在监督和控制企业家时的信息劣势。因为如果定价是有效的,价格中的泡沫和噪声就小,相应股票价格的涨落就能反映企业的运营状况,反映市场参与者对企业运营状况和企业家才能及努力程度的估价,即反映市场参与者经过多方收集信息,并精心加工处理之后,对公司未来和现状的一个评估值。在此前提下,出资者就可以把市场价格与企业家提供信息形成的判断进行对比,从而找出公司经营中的漏洞,并发现能够消除漏洞的重组企业的机会。因此,对股价信号进行分析,将有助于出资者揭示出内部运营与股东回报之间的经济联系;用单一的价格机制替代出资者多方收集信息的综合判断,将大大节约出资者监控企业的信息成本。

股票定价机制之所以能有效发挥对企业的治理作用,主要与股票价格所具有的相关性和客观性密切程度有关。因为股票价格

的相关性反映的是市场对公司潜力(未来收益能力)的评价,它所包含的信息是着眼于未来,是证券市场对公司后劲的动态评估,不同于提供过去业务总结的会计信息,也有别于某个审计部门或资产评估部门对企业资产的静态评估。因此,通过股价定价机制可以抑制企业家损害出资者利益的经营行为。

### 三、价格机制的公司治理途径

证券市场定价机制对企业的治理作用主要体现在以下两方面:一是用股票价格反映公司企业家的经营能力,并决定其去留。沃纳、沃茨和鲁克调查了一家公司的股价与随后的包括首席执行官、总裁和董事长在内的最高管理人员变动之间的关系,还对替换不称职管理人员和奖励管理人员使股东财富最大化的定价机制提供了新的证据。二是将公司企业家的报酬与股价相联系,据此激励和制约企业家。这种报酬体系在美国应用得最为广泛和成熟。在美国,上市公司的首席执行官的报酬一般由三个部分构成,即基本工资、奖金和长期津贴。奖金通常以利润为基准,而长期津贴则多为股票期权形式。据美国《财富》杂志报道,近年来美国282家中大型工业企业经理的待遇构成比重由工资向长期津贴倾斜,如表2—1所示,以抑制经营中的急功近利行为。目前美国最大的1000家公司中,经理人员总报酬的1/3左右是以期权为基础的。在《幸福》杂志评出的全球500家大工业企业中,有89%的公司向其高级管理人员提供了经理股票期权的报酬制度。到1990年这一比例仍在上升,而且范围也迅速扩大到中小企业。1991年,美国公司的企业家们通过行使期权共获得收入7150万美元。1992~1994年期间,前500家最大企业共向首席执行官们发放了620次经理股票期权。<sup>①</sup>

---

<sup>①</sup> 诺斯,《经济史上的结构与变迁》,商务印书馆,1992。

表 2—1

企业经理的待遇构成

单位 :%

项 目	1985 年	1991 年
基本工资	52	35
额外津贴	2	1
津贴	11	11
股票期权	8	31
年度奖励	22	22

股票期权的实质是从股票价格中提取股票市场对公司潜力的评价信息,并据此对管理人员提供长期激励。标准的股票股权是授予公司企业家的权利,使之能在今后 10 年内以获得期权时的市场价格购买本公司股票(条件是 2~4 年后才能买),这样,如果此后公司股票价格上涨,企业家就能赚得现价与以后股价之间的差价。

但是,公司企业家报酬与股票价格挂钩的做法也有副作用。据考察,美国一些大公司的 281 个首席执行官的期权收益在 20 世纪 80 年代与公司的绩效关联甚少,其原因在于:首先,得到期权者并没有投入资本,因而不存在风险,如果股价上涨,他们固然能得到大量收入,但如果公司经营绩效差,股价下跌,他们也没有受到什么损失。其次,公司企业家拥有内部信息优势,能够充分利用这一优势获悉披露的信息影响股票价格,灵活机动地行使期权。再次,公司企业家可能采取机会主义使行为短期化,强使股价提高取得期权收益。而且,现实中证券市场价格并非完全有效。虽然股票价格是所有出资者整体对公司经营现状与未来的估计值,但是这一估计值与现实完全可能存在系统的偏差,这就可能导致股价信号的失真。所以,股票价格是衡量公司业绩和监控企业家的一个指标,但并不是惟一的指标,如果完全依赖股票价格评价企业绩

效和企业家才能 就会造成投资决策与管理方面的重大失误。

### 第三节 控制权机制与公司治理

20 世纪 30 年代 ,美国学者米恩和贝利通过对美国 200 家最大的非金融公司的分析 ,提出了著名的所有权与控制权分离理论 ,指出现代大公司由于股东分散等原因 ,形成经营者对公司事实上的控制 ,这种控制有时会架空所有者 ,使企业经营背离出资人的利益。这一结论加剧了自亚当·斯密以来一些人对股份公司运作绩效的怀疑。然而 ,曼尼(Manne ,1965)提出的公司控制权市场(the Market for Corporate Control)理论 ,打消或缓解了这一疑虑。何谓公司控制权市场 ,它如何运作 ,与资本市场特别是股票市场存在什么样的关系 ,在公司治理中发挥什么作用 ,会遇到哪些障碍以及带来什么负面影响 ,这些都是近年来西方公司治理文献中争论较多的问题。

#### 一、控制权机制的理论起源

企业理论的早期发展是与如何解决企业所有权与控制权分离后所提出的问题相伴随的。在经历了 20 世纪二三十年代的第二次企业兼并浪潮和经济大萧条的冲击之后 ,美国等工业化国家的企业增长呈现出与传统观念不一致的管理特征 ,越来越多的小企业被并入大型、多分支单位(M 型)企业进行灵活管理 ;大企业通过大量发行股票迅速扩大企业规模 ,但同时随着股权的不断分散和稀释 ,股东原先在企业中的地位和权力逐渐为管理层对企业的控制权所代替 ,股东的被动地位与管理者的统治地位同步增加 ,宣告了新古典经济理论对企业发展所作的解释的失败。在此背景下 ,伯尔和米恩斯(1972)在其发表的论文中创造性地提出了“所有权与控制权分离”的命题 ,其假说是 ,由于现代公司(股份公司)中股权的广泛分散 ,企业的控制权已转入管理者手中 ,企业“所有者”

已被贬到仅是资金提供者的地位。鉴于企业投资过程的相应变化,他俩提出了公司控制权问题。在他们看来,管理者负责企业生产,股东仅是剩余风险承担者和资金供应者,股票市场是管理者和股东之间的中介机构,能够监督两者的行为。这样,股份公司就是一种通过证券市场将股东按契约关系与处于控制地位的管理者相联系的组织机构。但由于没有有效的执行手段,这种契约是隐性的(Implicit),所以,这种分离势必产生企业内部各种潜在冲突。

虽然这一观点在发表时几乎被无条件地接受了,但其所提出的企业管理者理论直到20世纪50年代以后才被受到广泛的重视。不过,有关公司控制权市场的研究,则正式开始于1965年曼尼(Manne)发表《兼并和公司控制权市场》一文。他的观点对研究企业兼并的传统方法提出了强有力的挑战,认为企业兼并的重要作用在于对管理者的纪律(Discipline)作用,而不是增大管理者的势力,并提出兼并、收购是惩戒无能管理者的最有效手段。因此,股票市场充当着管理者外部监督人的角色,以防止管理者损害股东的利益。

但曼尼对股东和管理者冲突的新古典主义分析方法并未在20世纪六七十年代被广泛接受。传统的管理者理论仍占据主导地位,管理者凭借其丰富的管理经验和决策能力以及对信息的控制,被视为企业的“舵手”,拥有很大的自由处置权。这些观点与当时日益兴起的企业管理者理论模型密切相关,如著名的鲍莫尔(Baumol,1959)、玛瑞斯(Marris,1964)和威廉姆森(Williamson,1964)提出的模型。所有这些模型都保持了伯尔和米恩斯的企业管理者主导企业的假说,其不同之处仅在于有关管理者目标与股东约束的假设不同。显然,他们所赖以建立的管理者自由处置权假说及提出的利润动机,都无法解释企业管理结构、组织和经营特征的变化。但现代经济理论的最新发展也尚未从根本上解决这一问题,制度经济学和新古典经济学等都从各自的观点出发,看待和分

析股东和管理者之间的冲突。

不过,从实践来看,经济学家们关心的是兼并、收购等转让或争夺公司控制权的这一市场竞争机制,是否能有效地制约管理者的随意行动。沙尔夫斯坦(Scharfsten,1985)建立了如下模型,用以证明资本市场的控制权争夺可以激励管理者努力工作。他假设企业的生产条件只为管理者所知,而不为股东所知,股东通过与管理者签订某种契约的方式来激励管理者。由于信息不对称,这种契约的效率不高。假定资本市场上存在“袭击者”(Raiders),他们可以获得有关企业生产条件的信息,则可证明,由于企业有被兼并的可能性,管理者会比在没有“袭击者”条件下工作更努力。格罗斯曼和哈特(1987)、哈里斯和富维吾(1987)则证明了为了保护股东的利益,采取一股一票(One-Share-One-Vote)和简单多数(Majority Rule)的投票原则是最优的。比如,如果不是一股一票制,则某一具有100万元资产的企业,投票权就会集中在仅1万元的特殊股票上,而其他99万为无表决权股票,那么,在简单多数投票原则下,谁掌握了51%的特殊股票(只需支付5100元),谁就控制了这资产100万元的企业,并使任何其他人无法兼并。在这种情况下,市场对管理者的制约是无效的,其他股东的利益便因此受到损害。

因此,在自由市场经济中,即使在所有权与控制权分离的情况下,由于公司控制权市场的竞争,管理者所受到的制约是多方面的。当然,这种制约不可能是完全的,因此也不可能完全消除公司管理者的代理费用。但这一市场机制的存在,显然有助于保证这种代理费用被限制在某一限度内,而不可能无限制地增长。

## 二、控制权机制的机理

### 1. 接管及其作用

价格机制应该说只是部分地、被动地起到辅助出资者监控企业家的作用,因为那些为出资者和公司利益工作的企业家会利用

股票价格的信号机制改进自己的工作,对具有机会主义行为的企业家,股票定价机制本身对其仍是缺乏约束能力的。现实中很少有企业家会因公司股票价格的持续下跌而主动引咎辞职。即便是企业家薪酬与股票价格挂钩的做法,其作用也是有限的。当企业经营不利,导致股票价格下跌,从而与股票期权相联系的未来收入减少时,一些企业家完全有能力在其他方面通过损害出资人与公司的利益获取大笔薪金,以弥补因股价下跌而导致的其收入损失。因此,在证券市场为公司业绩及企业家才能准确定价的基础上,还必须有一种主动的力量依据上述评价结果,直接介入和控制公司经营,从而改变公司的经营战略,起到改组企业的作用。这种具有主动监控企业家行为的约束机制就是证券市场中的接管机制。

由曼尼提出并得到很多经济学家赞同和完善的公司控制权市场理论,接受了新古典资本市场理论的基本假设,即企业应追求价值最大化,股价则反映了企业实现这一目标的状况。当企业经营不善、偏离利润最大化状态时,其股价就会下降。下降到一定程度时,企业的价值就被低估,即低于潜在的价值,收购该企业便有利可图,这时资本市场上就会有人以高于市场的价格向股东公开招标收购股票。在达到控股额后,就会改组董事会,任命新的经营者,实施新的战略,使企业重新回到利润最大化的轨道,股份上升,接管者便从中受益。上述这种接管也称“用脚投票”或敌意接管。

根据以上分析,新古典的资本市场理论认为,成功的接管可以替换不称职的经营者,使企业重新回到利润最大化状态。未成功的接管也有积极作用,因为成为被接管的目标,犹如向在位经理“踢了一脚”(Keasy, 1990),使其惊觉,发现并改正经营中的失误。而且,接管即使没有发生,但有可能发生的本身已对经理构成威胁。为了避免它的发生,经理最好的办法就是努力经营,至少不敢偏离利润最大化太远。这样,敌意接管被认为是股东分散公司一个十分重要的控制机制。

## 2. 接管的发生机制

下面用经济学理论来分析接管的发生机制、作用及遇到的障碍。图 2—1 描述了企业的市场价值与规模增长率的关系,如果企业有效经营,其运营轨迹就会位于图中的效率曲线上——企业价值与增长率的 $\text{最大组合点}$ 轨迹。从图 2—1 中看到,起初随着(销售、生产、人数等)规模的扩大,企业价值也上升,在规模增长到一定程度时,企业价值达到最大。此后,随着规模的进一步扩大,企业价值便开始下降。A 点的市场价值  $V_1$  为股东的效用最大化状况。

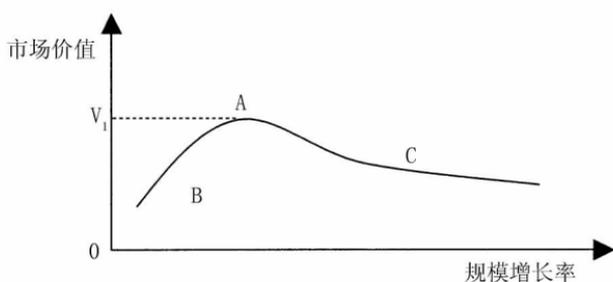


图 2—1 企业的市场价值与规模增长率

现在考察企业经营的非效率状态。第一种非效率位于效率曲线内部,如 B 点,此时企业市场价值和增长率都可以得到改善。这种非效率可能是由于企业内部的官僚习气、内耗、经营者的无能、管理混乱等因素所引起,而接管可以改变这种非效率。第二种非效率是指经营者以成长率作为最大化目标,此时其经营尽管位于效率曲线上,但牺牲了企业的市场价值,如图中的 C 点所示。

此时,通过合并、买收和接管,注重利润和股东利益,企业的市场价值可以上升到最大状态  $V_1$ 。按照马里斯(Marris)的观点,如果企业脱离利润最大化轨道,一味追求增长的最大化,就会受到接

管的惩罚,马里斯还指出,在  $V(V < V_1)$  上升时所发生的接管,概率相对较低,但在  $V$  下降时,接管发生的概率增大。

现在假设经营者追求利润最大化时的股价为  $V_1$ ,而在其追求增长率最大化时,市场对企业股价的评价为  $V(V < V_1)$ 。此时,如果买收者(招标者)的出价为  $V < P < V_1$ ,现有的股东就会接受这一出价。另假定收购者在接管后改组经营可使股价上升到  $V_1$ ,目标企业的股票共有  $n$  股,接管者在接管中所支出的费用为  $C$ (诸如招标费用,搜寻目标企业经营现状和预期价值的各种信息费用,接管后改组经营的费用等),如果  $n(V_1 - P) > C$ ,接管者就有利可图。因此,现任经营者为防止接管的发生,必须维持的最低市场价值  $V_2$  满足  $n(V_1 - V_2) < C$ 。只要经营者维持这样的股价,接管者要使股东向其出售股票,出价必须是  $P > V_2$ 。这样,经营者要想阻止接管的发生,必须使  $V_2 > V_1 - C/n$ 。

从上面的分析可看出,经营者脱离利润最大化的可能性受接管成本的制约。如果  $C$  很小,接管发生的可能性就大,经营者要防止接管的发生,就必须使  $V_2$  接近  $V_1$ ,也就是使现有的股价接近利润最大化的股价。这样接管就成为保证企业利润最大化的一个有力机制。

### 3. 接管机制遇到的障碍

马里斯关于接管发生机制及作用的上述理论被指责为过于乐观。哈特(Hart)和格罗斯曼(Grossman,1981)从股东在接管中的“搭便车”行为上分析了接管机制遇到的障碍。他们指出,在股东分散的大公司,小股东在接管中同样存在“搭便车”现象。即小股东认为自己是否出售股票给接管者,对接管的成败没有影响。当他们预计接管后股价会高于现在的标价  $P$  时,就不想出售股票给招标者而指望别人出售,以便从接管成功后的股价上升中得到好处。当许多小股东都这样做时,招标者只有不断提高标价,使  $P$  不断接近  $V$ ,才能达到目的。而他们从接管中获得净收益  $(V - P)$

就会越来越小。考虑到接管费用,净收益还可能为负。这样,由于股东在接管中的“搭便车”现象,接管就不可能发生或发生后也会失败。

接管还会遇到现任经营者的激烈反抗,并采取反接管措施。美国在20世纪80年代的恶意收购浪潮中,由于发明了杠杆收购(LBO),许多企业甚至是那些超大型企业的经理也面临着被接管的威胁。为了对付接管,这一时期也发明了许多反接管措施。

“毒丸”(Poison Pills),即对现有股东发行一种带有特别权利的证券,这种权利只有在某种突发事件,如针对控制权的收购要约或者购进了目标公司一定比例的股份,发生一定时间(比如10天)后才能行使。这些权利有不同的形式,但都使得旨在取得发行人或目标公司控制权的企图难以得逞或者耗资巨大。如果被吞下,“毒丸”就能很经济地使那些想要成为收购者的人“中毒”。“毒丸”计划的形式很多,如优先股计划、翻反计划、所有权翻正计划等。

由于这些特别权利,收购企业的成本都会上升,因此可以防止接管的发生。名义上这种做法对于那些持有特别权利证券的股东有利,实际上经营者的目的在于劝阻股东不要把股票卖给那些他们不喜欢的收买者。一般是否应采取这种做法要交给股东投票来决定,如果股东同意这种做法,证明对股东有利。但是在接管浪潮中,被敌意收购弄得慌神不安的董事会和经营者,往往不经过股东同意独自采用这种策略。这说明此种措施旨在保护经营者的利益,并不一定代表股东利益。许多实证研究表明,采用“毒丸”有损于股东的利益。还有一个发现是,管理者拥有公司股票的比例越小,接管中采取“毒丸”的可能性越大(Weston等,1996)。

“绿色邮件”(Green Mail),即当一个潜在的接管者拥有一个企业的大量股票时,目标企业与潜在的收购者进行交涉,以高于市场的价格买回潜在收购者手中的股票,有时还要求对方在一定时

间内拥有该企业的股票不能超过一定比例。<sup>①</sup>

“金降落伞”(Golden Parachutes)。经营者在雇佣合同中规定,当合并或接管需要经理自动辞职时,公司必须向经理支付足够的补偿金。其理由是经营者对其职业投资需要保护,如果他们的职业和报酬可以轻易被剥夺,他们就没有积极性进行这种长年的人力投资,或者会进行激烈反抗,诸如采取不利于股东的反接管措施,造成过大的律师和起诉费用支出等。通过采用“金降落伞”对经理的损失补偿,以赎买方式使其自愿接受有利于股东的合并和接管,对双方可能都有利。<sup>②</sup>

除了上述措施外,一些公司还采用以下防御措施:差别投票权,即对长期持股者追加投票权,或对持有公司股票一半以上的股东削减投票权;修改公司章程,要求公司控制权的变动必须获得2/3以上甚至90%的票数,或者规定接管时收购者的最低标价;法律起诉,控告接管者违反反垄断法和证券法有关规定;“白衣骑士”(White Knight),即成为被接管目标的企业与另一“友好”的企业签订协议,在接管威胁出现时,让该“友好”企业以较低价格收购目标企业。

### 三、控制权机制的公司治理途径

目前,在西方发达国家的证券市场上针对公司的接管存在两种情况:一种是敌意接管,即在未被对方公司许可的情况下通过购买对方公司的股票达到控股权或者通过征集股票表决权,进入对

---

<sup>①</sup> 一个典型例子是迪斯尼公司。1984年初,迪斯尼公司的股价为50.55美元,当潜在的接管者Saul Steiberg公司拥有迪斯尼公司大量股票时,迪斯尼的股价开始上升。同年6月4日,《福布斯》杂志上的一篇文章预测,如果迪斯尼公司资产分开出售,每股可值110美元。6月8日,迪斯尼公司宣布将本公司37%的股票按每股67.5美元买进。经过3天交涉,最终将Steiberg公司拥有迪斯尼公司的股票按每股70.83美元买回,而且又以“投资经费”的名义向Steiberg公司支付2800万美元。此后,迪斯尼公司的股价迅速下降到每股50美元以下。

<sup>②</sup> 一个典型例子是在Kohlberg公司利用债务杠杆接管RJR Nabisco公司后,Nabisco公司的前总裁和副总裁分别收到了5380万美元和4570万美元的补偿金。根据对1975—1982年9家宣布采用“金降落伞”企业的研究,在该措施宣布后,这些企业的股价都出现了上涨现象,这似乎证明了该措施有利于股东的利益。

方公司董事会,从而控制该公司发展战略与经营决策;另一种为积极股东行动,此种接管方式较为温和,是较后期发展起来的一种接管方式。后种接管方式发生作用的前提是机构投资者在证券市场占主要或重要的地位。由于机构投资持有上市公司相当大份额的股票从而有能力影响公司决策。西方发达国家尤其是美国,其机构投资者的主要成员是共同基金,因而积极股东行为又被称为“共同基金革命”。

### 1. 敌意接管

从表面上看,敌意接管是不同利益集团争夺公司的控制权,而其本质则是出资人实施其对企业家的监督控制和筛选的职能。有学者认为,敌意接管的实质是不同企业家集团的竞争,因而敌意接管机制是对企业家市场的一个补充与延伸。这一见解有其合理性的一面,但这种看法忽略了敌意接管真正重要的作用。敌意接管是对公司资源控制权的争夺,但是这一争夺并不是在两个相互平行的企业家或集团之间,而是在公司当前的企业家和外部股东之间展开的,新的企业家对原有企业家的替代,只是敌意接管事后的结果,真正的利益冲突是企业家与出资者的冲突。敌意接管一般是由公司原有的大股东,或者通过收集股票而新崛起的大股东发起,接管之后,大股东自任公司的企业家职能或者是另行聘请新的企业家经营和管理公司。

现行理论一般把敌意接管列为购并活动的一种形式,认为其具有兼并收购的一切特征;但就其实质而言,与一般意义上的企业购并是有质的区别的。企业购并是不同企业之间的收购或者合并活动,是企业家或者企业家出资者一体化获取经济资源的一种方式。因此,通常所指的企业购并,是不同企业家之间对经济资源的竞争活动,矛盾冲突主要是在企业家之间展开的;出资者与企业家之间的冲突在此不是主要矛盾。而敌意接管则主要是企业家与出资者之间的斗争。

敌意接管的特点是,无须取得目标公司企业家的同意,或者绕开他们,直接向公司股东发起收购要约。因此,敌意接管一般情况下都会遇到目标公司企业家的积极抵抗。在接管与反接管的过程中,双方均会运用大批人力、物力、财力等经济资源相互对抗。而接管一旦成功,目标公司立刻面临重组或被分解。由于以上种种原因,理论界和舆论历来对敌意接管活动进行指责,认为其为了少数袭击者的短期利益而耗费了大量的资源,引起失业增加,破坏了公司长期以来营造的人力资源、研究开发成果和营销网络,不利于公司的长远发展,并且就整个经济而言,这也是一种资源耗费与逆配置的过程。

但我们认为,敌意接管的存在具有重要的经济意义,它是公司内部治理结构能够发挥作用、不断促进企业制度创新的外部环境和条件,也是保证市场经济顺利运转的重要经济机制。任何经济机制的运作都是既有收益也有成本,正如“看不见的手”的价格机制一样,其作用的结果之一是过度供给与过度需要的交替存在,这样虽然也引致了资源浪费,但是这种浪费与价格机制合理配置资源导致的社会福利增量相比,是非常微不足道的。敌意接管这一机制作用出资者约束企业家的一个控制工具,是市场为公司外部治理结构的一个重要制度安排,虽然这一机制的消极作用非常显而易见。

敌意接管的治理途径有如下几方面:第一,发动敌意接管的股东在接管成功后,一般会改组目标公司,其中一个重要内容是更换公司原有高层管理人员。这样做的直接作用,是任用优于企业家才能的高层经理接替原来的管理班子,从而增加公司的市场价值;其间接作用是使原有的一批高层经理在公司中积累起来的许多运用于该公司的知识、经验、资本等人力资本,随着公司易主而化为乌有。企业家人力资本的贬值,意味着其未来收入流量的减少。因此,敌意接管具有强烈的溢出效应,足以使得那些尚未成为接管

目标的公司企业家警惕,采取一系列的措施改善公司经营管理,以避免成为敌意接管的牺牲品。在对美国《幸福》杂志公布的500家大公司中的149家进行问卷调查中显示,在那些感到有可能成为收购目标的公司,76%已经改组,24%还没有。

第二,敌意接管把被企业家占有和控制的一部分租金转移到出资者手中。敌意接管的目标公司除了一些经营不善、管理者缺乏企业家才能的公司外,还有一些是采用了不适当的扩充战略和多元化战略的大公司。由于企业家的收益与其支配的资源规模成正比,大公司的经理或企业家可以享受更多的在职消费、权力满足、尊敬和社会地位等,因此公司企业家一般内在具有扩充企业规模的冲动。

敌意接管的具体方式有两种,即敌意收购和表决收购。敌意收购是攻击者在市场上收集目标公司的股票借以达到控制该公司的目的。表决收购是指通过收集股东的表决权然后设法在股东年会上使自己进入董事会。利斯等人的研究表明,表决权本身具有市场价值,这一价值来自于其代表的对公司的控制权。表决权争夺是持异议股本出资者争取董事会代表权即公司控制权的途径之一。通过收集股东的表决权进而取得对公司的控制权,是敌意接管的一种成本较低的实现形式。实证研究表明,表决权争夺大多不成功,持异议的出资者集团很少赢得董事会的多数席位,但是对目标公司的股东财富具有重要影响。不论表决权争夺是否成功,都有利于目标公司股东。在没有董事会席位转手的表决权争夺战中,挑战本身就使得责任管理者转而实行有利于股本出资者的政策。

表决权竞争往往是通过敌意收购接管公司的前奏。虽然表决权争夺只有1/3左右是持异议者获胜,但是德安吉罗的观察表明,表决权争夺发生三年后,有20%的目标公司仍由以前的管理者所领导。公司企业家阶层的变更明显与表决权争夺有关:有的是迫

于财务压力,有的是由于持异议集团填补了空位。因此,表决权争夺属于滞后效应较显著的敌意接管行动方式。

在敌意接管中,一旦接管成功,目标公司的企业家就会面临人力资本贬值和可占用租金消失等威胁,因而会尽力对抗敌意接管。目标公司企业家的抵抗活动,对于接管充分发挥作用是不可缺少的。对于敌意接管方的报价,目标公司的企业家通常会以报价过低而加以拒绝。这样,由于敌意接管的威胁,公司企业家会不断地披露公司有关信息,以证明对方报价太低。这一过程是出资人利用证券市场的接管机制逼迫企业家说实话,报告公司的真实状况,因而能有效地消除出资人和企业家之间严重的信息不对称。企业家对公司有关重要信息的垄断程度,随着接管和反接管斗争的继续而不断降低,与此同时,这些信息不断反映到公司的股票价格之上,表现为股东的增加。

当然,在敌意接管中,出资人也并非完全的利益统一体。出资人集团包括个人、投资集团、各种公司、机构投资者等,在接管过程中,大股东尤其是职业套利人有时会牺牲中小自由竞争者的利益而与目标公司的企业家达成妥协,如目标公司以高于市场价格的溢价从特定大股东手中回购公司股票。这种方式是企业家撇开其他出资人,独自与大股东分离公司的可占有租金,因而损害了其他出资人的利益。一般来说,各国公司法对这种做法都有禁止性规定。

## 2. 积极股东行动

敌意接管对于保护出资人的利益,监控和筛选企业具有积极而重要的作用,但是敌意接管机制的运作成本之高也是显而易见的。仅就达到监控筛选企业家这一目标而言,一般并不需要采用敌意接管这样激烈的方式。积极股东行动就是一种更为温和、成本低廉以替代敌意接管执行监控和筛选企业家、保护出资者权益的方式。

顾名思义,积极股东行动是与消极股东相应的。如果股本出

资者通过股票取得了公司的控制权,该出资者也就变成了企业家。因此,我们把仅利用股票收益证券特征取得较高收益的股本出资者称为消极股东,而把通过股票投资取得对公司的控制权,进而通过对公司进行改革和重组,以取得更高的收益的投资者称为积极股东。所谓积极股东行为,就是消极股东转化为积极股东,并采取措施行使股票支配权的过程。

积极股东行动首先在美国证券市场兴起,其主体是机构投资者而非个人股东。这是因为个人股东受财力所限,一般都只持有某家公司很小份额的股票,因而缺乏监督企业家的积极性。而监督企业家是有成本的,由于股东人数众多并且分散,“搭便车”现象十分严重,个人股东付出了全部监督成本,但获得的收益则由众多股东分享,投入和收益存在严重的不对称性。所以一般个人股东不会直接去监督企业家,而是坚持让企业家提供详尽财务数据,并且要求证券市场管理者制定规则信息畅通并及时发布,确保公平交易。更多的时候,个人股东是“用脚投票”,卖掉其不满意的公司股票。相反,机构投资者,主要是共同基金和养老基金,其资产规模巨大,持股量多,因而其监督成本与监督收益的匹配程度较好。所以,机构投资者较之个人股东更有积极性去监督企业家,介入公司的经营管理。

过去20年中机构投资者发展很快,1992年美国机构投资者持股量占全美国股份公司股本总额的50%以上。但早期机构投资者的持股非常分散,其资产往往分散于许多不同的公司中,证券组合中的股票种类动辄过千。长期以来,机构投资者作为公司所有者的色彩非常淡薄,他们只是消极股东,往往倾向于从短期炒买炒卖中牟利。

早期机构投资者之所以在公司治理结构中的作用十分微弱,首先是受到法律制度方面的制约。美国法律对于机构投资者介入公司经营管理的设置了种种限制。例如,早就涉足公司治理结构的

人寿保险公司在 1906 年就被禁止持股 ;后来当共同基金也积极渗透到公司治理结构时 ,1940 年的投资公司法要求机构投资者所持的股票必须分散 ,持有单一公司的股票不得超过全部股份的 5% ,如果派代表进入公司董事会将受到惩罚。这种针对机构投资者非常严厉的歧视性法规 ,渊源于美国人对财富集中的反感而政治家们也很乐意迎合大众情绪 ,通过制定一些法律来控制财富的集中。其次是分散风险的内在需要 ,始于托宾、希克斯 ,最早由马尔科维茨加以形式化 ,随后由威廉·夏普进一步拓展为证券资产组合理论 ,认为必须通过分散持股来降低资产组合风险。该理论认为 ,任何证券资产除了具有收益性外 ,还具有波动性风险。这种风险可分为系统风险和非系统风险。系统风险归因于共同的因素 ,对所有股股票的影响是相同的 ,系统风险并不因证券分散化而消失。但是投资者可能通过改变持有的股票组成比例增加或减少平均系统风险。非系统风险可归因于一些特定的事件如火灾等 ,这些事件只影响个别公司 ,可以通过证券分散化消除。分散化就是将风险分摊在许多公司、行业、证券或者其他形式的投资上。一般来说 ,可分散化的风险随着证券数量的增加而逐渐降低 ,当证券种类增加到 9 个时 ,几乎所有可以分散的风险都能排除。机构投资者投资的高度分散化 ,导致了两个直接的后果 :一是由于分散持股 ,加之持股上限的限制 ,投资者持有单一的股份少 ,基本上无法做到有效控制。二是导致机构投资者的证券组合中股票种类很多 ,并且是分散于不同行业 and 不同企业。由于机构投资者缺乏必要的时间精力和专业知识的 ,几乎没有可能深入了解每一家公司 ,分散投资的间接的后果是 ,投资公司根本没有把他们视为本公司的股本 ,而只是当作短期买卖的股市炒手 ,因而也从未考虑在董事会为机构投资者争取一席之地。

当然 ,早期机构投资者的消极态势 ,并不说明他们在公司治理中无所作为。事实上在敌意接管中他们已扮演了重要角色。20

世纪 80 年代 ,美国证券市场上敌意接管之所以如此之多 ,超过历史上任何时期 ,原因是多方面的 ,但其中一个重要原因就是机构投资者通过猎手集中了大批有投票权的股票。在这次敌意接管浪潮中 ,对目标公司发起攻击的猎手所掌握的股票 ,只有很少一部分是他们在市场上直接吸纳的 ,而大部分是从各个机构手中获得的。这就大大降低了敌意接管的成本 ,从而间接促成了敌意接管的发动和成功。

机构投资者在公司治理结构方面真正发挥积极作用的是在 20 世纪 80 年代 ,其原因在于限制机构投资者参与公司治理的法律环境逐渐放宽和机构投资者的规模不断扩大。20 世纪 80 年代中期 ,美国联邦政府决定鼓励持股人参与公司投票选举 ;1992 年美国证券交易委员新规则允许持股人之间互相自由地串联 ,互通消息 ,这就大大降低了机构投资者收集“选票”的成本 ,使其更容易限制公司的控制权。而机构规模的不断扩大 ,使其“搭便车”的成本降低 ,即使其他的持股人从机构的行动中“搭便车” ,但机构投资者就整体而言得大于失。不仅如此 ,机构投资者由于其规模巨大 (在美国机构投资者作为整体持股量占整个证券市场的一半以上) ,因而无法像一般个人投资者那样方便地卖出持股 ,只能是在不同的机构之间相互转手。这就使机构投资者这样的公司大股东 ,对于其不满意的公司不再能够轻易地用脚投票卖出股票 ,只能是积极地利用其大股东的身份介入公司管理 ,敦促企业家改善经营。另外 ,20 世纪 80 年代后期 ,发达国家证券市场上针对经营不善公司的敌意接管逐渐减少 ,但是公司治理依然问题重重 ,公司企业家的机会主义行为有增无减 ,这在客观上也需要一个投资主体来填补敌意收购留下的空白 ,以加强对企业家的监督和约束 ,保障出资人的权益。因此 ,直到 20 世纪 80 年代中后期 ,机构投资者才真正成为公司的“积极股东” ,对公司的经营和发展发挥出积极的监督作用。

积极股东行动对于机构投资者而言,可以取得收益,但也必须付出成本。理性的投资者只有当预期收益超过预期成本时,才会有积极性变成积极股东。因此,机构投资者采取积极股东行动时,一般会选择预期收益较高且预期成本较低的公司为目标。从美国的情况来看,积极股东行动对于促进公司治理结构改革的成效十分显著。1987~1988年期间,在公共雇员退休系统采取积极股东行动的目标公司中只有7%的公司采纳了该系统的建议,并对公司治理结构进行了改革。1989~1993年期间,积极股东行动的成功率大幅上升,有大约72%的公司采纳了该系统的建议,其中1993年行动的成功率为100%。不同样本组的对照分析表明,积极股东行动的目标公司首席执行官的更换频率较高,这也是积极股东行动后果的一个间接表现。另外,那些经营状况较差,虽然没有成为目标公司,但是已经被机构投资者列入黑名单的公司,其首席执行官的更换频率最高。这说明积极股东行动对于其他公司具有威慑作用和强烈的溢出效用。

#### 第四节 股票期权机制与公司治理

股票期权机制的实质是借助股票价格反映的股票市场对公司潜力的评价,对管理人员提供长期激励。股东希望经营者在采取行动之前考虑行动的预期收益是否超过预期成本,如从事哪个项目或放弃哪个项目,但是经营者考虑的是采取这一行动能给他个人带来的收益和成本比较。那么把经营者的福利和股东财富相联系的报酬合同会协调经营者私人收益及股东的收益与成本。报酬合同可通过多种机制提供激励,如以业绩为基础的奖金和工资调整,以及股票期权报酬合同,等等。

股东以股票价格为基础设计管理者的报酬合同,付给管理人员部分现金和公司的股票买入期权,如果公司经营业绩好,则股票

价格上升,管理人员行使期权合同就可获得丰厚收入;反之,管理不善使公司股票市场表现不佳,则管理人员只有微薄的薪金收入。根据美国纽约薪酬顾问波尔·默伊对美国 200 家最大公司的调查,这些公司 CEO 的报酬的构成为:工资占 21%、短期激励占 27%、长期激励占 16%和以股票为基础的酬劳占 36%,从而看出股票期权报酬合同在管理人员的报酬中占有重要的地位。

### 一、股票期权机制的起源

股票期权制度产生于 1952 年。股票期权制度产生之后,在很长一段时期内都没有引起人们的重视。直到 20 世纪 70 年代以后,股票期权制度才开始引起人们的关注。

进入 20 世纪 70 年代以后,以美国为代表的发达国家开始对公司治理结构进行改革。改革主要包括两个方面:一是在董事会中提高外部董事的比例,并设立一些专门委员会来加强对管理层的监控;二是通过广泛的持股和股票期权制度来密切管理人员与公司长期利益的联系。这样,股票期权制度才卷土重来。但时运不济,好景不长,由于税改、通货膨胀、熊市当道等原因的影响,股票期权制度并没有受到欢迎。

后来的研究也指出,从 20 世纪 70 年代到 80 年代初,美国企业高级管理人员的薪酬主要是由现金构成的,只有很少一部分的高级管理人员持有股票或者股票期权。经理股票期权作为一种激励机制,还处于初期发展阶段。但紧接着的形势变化对于股票期权制度产生了积极的影响。针对当时的经理人员薪酬制度,一些经济学家研究指出,基本工资和年度奖金并非有效的激励机制,因为它们不能激励管理人员着眼长远,面向未来。而企业高级管理人员作出的许多重大决定给企业带来的影响却往往是长期的,其最终的效果往往要在三五年后,甚至 10 年后才会在企业的财务报表上体现出来。在执行计划的当年,企业的财务记录大多是执行计划的费用,而执行计划所带来的收益可能很少或者为零。在

这一情形下,如果一家企业经理人员的薪酬结构完全由基本工资及年度奖金构成,那么基于个人利益方面的考虑,高级管理人员可能会倾向于放弃那些有利于企业长期发展的计划。

于是,到20世纪80年代中期,为了形成有效的激励机制,一些锐意改革的企业授予高级管理人员一定数量的本企业股票期权,以期将高级管理人员利益与企业利益更紧密地结合起来。经理股票期权制度自此开始走出低谷,并逐步再领风骚。美国迪斯尼公司和华纳传媒公司是薪酬体制变革的先驱者,他们最早在高级管理人员的薪酬结构中大量使用股票期权。在这两家公司中,经理股票期权在整个薪酬中的比例首次超过了基本工资和年度奖金。自此,经理股票期权制度的运用日益广泛,美国大多数公司开始实行这种制度。而且由于实行经理股票期权制度可以促使经营者更加关心投资者利益和资产的保值增值,使经营者的利益与投资者的利益结合得更加紧密,因此经理股票期权制度不久便传出国门,为美国之外的其他许多国家的企业所纷纷引进。

到了20世纪80年代晚期,薪酬制度的发展出现了两种新的趋势:一是部分公司董事会的薪酬委员会开始授予经理人员巨额的经理股票期权,如亨氏公司的总裁托尼·欧仁利在20世纪80年代末即收到了一笔高达40万股的经理股票期权;二是以百事可乐公司为首的一些大公司开始扩大股票期权计划的受益范围,使所有全职员工都可以参与股票期权计划。这些趋势表明,股票期权制度已得到了蓬勃的发展。

进入20世纪90年代之后,股票期权已成为美国等发达国家企业尤其是大企业高级管理人员报酬的最重要的组成部分,以及激励经理人员的重要手段。据统计,在《财富》排名前1000家的美国企业中,已有90%的企业向其高级管理人员实施了经理股票期权制度。总体上,实施股票期权计划的企业用于股票期权计划的股票已占到股票总数的10%。另外,根据布莱克与斯科尔斯期

权定价理论估算得到的结果显示,在1998年全美100家大企业的薪酬中,有53.3%的薪酬来自于股票期权,而这个比例在1994年只有26%,再往前的20世纪80年代中期则仅有2%。另一方面,美国股市连年牛市也促进了股票期权制度的发展。

## 二、股票期权机制的机理

### 1. 股票期权制度的作用

第一,经理股票期权制度创造性地以股票升值所产生的差价作为对企业经理人员人力资本的一种补偿,将经理人员的薪酬与企业长期经营业绩相联系,鼓励经理人员更加关注企业的长期持续发展,而不仅仅是关注短期财务指标的变化,从而可以比较有效地克服传统激励机制中经理人员的短期行为。

第二,经理股票期权制度将经理人员的报酬与企业经营业绩相联系,使经营能力强的企业家能够获得更高收入,可以更好地体现企业家的价值,并有助于企业家的成长和经理人才市场的发展。

第三,经理股票期权制度将经理人员的报酬与企业的长期经营业绩紧密联系之后,经理人员具有搞好企业的内在动力,所有者无需密切注视经理人员是否努力工作,是否将资金投入到有效益的项目上,是否存在追求自身利益最大化而损害股东利益等诸多方面,从而可以有效地降低企业的委托—代理成本。

第四,股票期权制度可以低成本地吸引并留住人才。在股票期权制度中,由于企业支付给经理人员的仅是一个期权,是一种不确定的未来收入,是在一定条件下将未来预期财富以期权方式转移到经理人员手中,在期权执行过程中始终没有现金流出,而且在受益人行权之后,企业的资本金还会相应增加,因此成本是相对较低的。

同时,低成本还具有约束受益人的作用。这是因为,股票期权制度是以股权为纽带,通过股票期权制度的附加条款设计来连结受益人与企业的。在契约条款中,企业一般要对股票期权的行权

期限、价格、方式等进行约定,尤其是可能要附加许多条件,受益人将只能在签约后的较长时期内,分期分批有条件地兑现期权,从而无形中被这种制度“套住”。这也意味着,受益人对股票期权的一切期望都必须建立在企业效益的提高上,尤其是要以自己的能力作为保证。因此,一旦签约并获得期权,受益人则在等待兑现期间很可能要付出较大的机会成本。

## 2. 股票期权制度的机理

现代企业理论认为,建立有效的剩余索取权和控制权的配置机制可以实现经理激励。其要点在于:第一,剩余索取权和控制权尽可能对应,即拥有剩余索取权和承担风险的人应当拥有控制权,或拥有控制权的人应当承担风险;第二,经理的补偿收入应当与企业的经营业绩挂钩而不应当是固定合同支付,即经理应承担一定的风险。股票经理期权(Executive Stock Option,简称 ESO)正是适应这一要求并行之有效的激励机制,其本质是在经理个人的利益与企业未来发展之间建立一种正相关关系,让经理人员拥有一定的剩余索取权并承担相应的风险。

假设公司有一个投资项目,该项目投资和失败的概率为  $a$  和  $1-a$ 。如果成功,公司将在未来若干年内收益,公司价值预期增加  $C$ ;如果失败,项目的实施成本将计入本期经营费用,使公司利润减少为  $D$ 。假设经理人员当期收益  $R_1$  与公司利润  $p$  之间的函数关系为  $R_1 = F(p)$ ,期权收益  $R_2$  与公司价值  $v$  之间的函数关系为:  $R_2 = Y(v)$ 。在传统的薪酬制度下,经理人的收益取决于现期或上期(上一财政年度)的公司经营业绩,与公司未来没有关系。所以,在实施该项目的情况下,公司经理人的收入变动值的期望值为:

$$E_1A(R) = a \cdot F(p) + (1-a)F(p) = F(p) < 0$$

放弃该项目的收入变动值的期望值为  $E_1B(R) = 0$

显然,无论项目成功与否,由于  $E_1A(R) < E_1B(R)$ ,经理人的当期收入都会因当期利润的减少而减少,同时如果项目失败,还会

造成其声誉损失。因此,在传统薪酬制度下,经理人选择放弃该项目。在股票期权制度下,经理人实施该计划的收入变动值的期望值为:

$$E_2A(R) = a \cdot [F(p) + Y(v)] + (1 - a) \cdot F(p) = a \cdot Y(v) + F(p)$$

放弃该项目的收入变动值的期望值为  $E_2B(R) = 0$

只要  $E_2A(R) > E_2B(R) = 0$ , 尽管  $F(p) < 0$ , 经理人都会选择实施该项目, 因为这样做不但使得当期损失得以补偿而且会获取长期收益。可见, 股票期权制将公司价值变成了经理人收入函数的一个重要变量, 促进了经理人和股东利益实现渠道的合一性。正是如此, 股票期权制度作为一种长期激励机制实现了公司治理的帕累托改进, 故而在实践中得到了长足发展。有关数据显示, 在 1994 年, 有 10% 的美国上市公司实行了股票期权计划, 而到 1997 年底, 这一比例已上升到 45%。

### 三、股票期权机制的公司治理途径

在美国, “激励机制”一般由三部分组成, 即基本工资与基本福利、效益奖金、与长期盈利能力挂钩的奖励, 如经营者持股、购股权计划。第一部分一般占企业经营者总收入很小的比重, 只是保障经营者的基本生活, 第二部分是与短期效益如季或年利润挂钩的奖金, 其占美国大企业高级经理收入的比重也不大, 第三部分是为了使企业经营者努力改善企业的长远盈利能力所给予的奖励。企业长远盈利能力的提高能使股价长期上升, 从而经营者手上的股票和购股权价格也大增。这部分的收益已占美国高级企业主管总收入的很大比重。与股权相关的治理途径主要有股票期权、管理层持股、管理层收购(MBO)等三种方式。

#### 1. 股票期权

股票期权的历史, 最早可以追溯到 1952 年美国辉瑞(Pfizer)制药公司的激励计划。当时, 辉瑞制药公司的股东希望通过股票价格的变动来激励经理层实现公司的跳跃式发展, 几十年过去了,

辉瑞(Pfizer)制药公司的发展有目共睹,经过不断完善,股票期权制度也已发展成一套非常成熟的制度安排,越来越多的公司开始实施股票期权激励。根据美国投资者责任研究中心的凯西·B. 鲁克斯顿对美国 1997 年经理报酬的研究,美国绝大多数公司给总裁以期权激励,在市值超过 100 亿美元的公司中实施股票期权制度的比例是 89%,在市值小于 2.5 亿美元的公司中,这一比例是 69%。<sup>①</sup>

另一个可以说明股票期权影响深远例子的是经理人员收入构成的变化。几十年前,经理人员的收入中主要部分就是工资,再多也不过是有一部分奖金而已。而现在,获自股票期权的收入已经成为经理人员主要的收入来源。尤其是近十年来,伴随着美国经济的良好绩效,美国股票市场也出现了历史罕见的十年牛市行情,股票市场的繁荣使得股票期权的激励作用更加明显。根据商业周刊的统计:1999 年度美国收入最高的前 20 位首席执行官(CEO)获得的收入中,来自于股票升值的部分平均占总收入的 90% 以上。标准—普尔 500 家公司 CEO 的薪酬演变也全面地反映了股票期权在管理层薪酬中的重要地位。很难设想,如果没有实行股票期权计划,这些公司还是否有足够的吸引力留住和激励优秀的高层管理人员。

股票期权已经不再是美国企业改善公司治理和提升企业绩效的独门利器,而是变成了全社会的共同财富,不仅仅是英国、美国等一直重视与股价相关的激励机制的国家纷纷引入股票期权制度,即使是在薪酬制度比较保守的日本,也逐渐开始推行股票期权激励,一批包括索尼、日本电气(NEC)在内的著名企业已经向其高级人员提供股票期权。在中国,股票期权不仅仅是理论探讨的热点,它同时也引起了政府层面的高度关注,“十五规划纲要”就明确

---

<sup>①</sup> 梁能. 公司治理结构:中国的实践与美国的经验. 中国人民大学出版社, 2004.

指出,要对国有企业经营层和技术骨干试行期权激励等制度,以有效改善对经理层的激励。

所有关于激励问题的研究都围绕一个主题:在承认会有偏离的前提下,如何使这种偏离的程度最小。固定工资制度显然不能减少这种偏离,因此传统的薪酬体系引入了风险收入的概念,传统的薪酬体系主要由两部分构成,即基本工资和年度奖金,其评定标准通常是公司上一财政年度的业绩。传统的薪酬体系也会在一定程度上激励管理层为改善公司业绩而努力,但是这种努力是着眼于短期的业绩而非长期的业绩,短期业绩改善与公司价值增长当然是两个概念,这也正是董事们渐渐发现经理层并没有为股东带来尽可能多的财富的原因,基本的经济学常识告诉我们:公司的价值是其未来现金流量的贴现,当期业绩只是影响公司价值的一个组成部分。

很明显,如果要激励管理层为股东财富最大化(或公司价值最大化)而努力,那么最好的办法就是直接以公司价值为考核目标,问题是,尽管公司估价技术近年来有了很大的发展,但在实践中要准确地对公司估价依然是一件富有挑战性的事情,而且聘请专业的中介机构需要一定的费用,对非上市公司而言,找不到一种对公司估价的简便而有效的办法可能使与公司价值挂钩的激励制度无法实施。

但对于上市公司而言,情况则完全不同,资本市场连续不断地对公司的价值进行评估,而且充分地利用这种评估并不会给上市公司增加额外费用,这使得普遍推广直接与公司价值挂钩的激励制度成为可能。

股票期权制度正是这样一种直接与公司价值相联系的激励制度安排,在股票价格能够反映公司价值的情况下,高级管理人员获自股票期权的收益,将完全取决于公司价值的增长,也就是说,在股票期权制度下,高级管理人员的获益是以公司价值增长或者说

股东获益为前提的,这也正是股票期权作为一种管理层激励制度的明显优越之处。尤其是与以短期财务指标为基础的激励手段相比,股票期权能够真正激励经理层从股东利益的角度考虑问题,这一点在高科技企业中尤为重要。高科技企业的特点是研发(R&D)投入巨大,而且巨大的研发投入通常是为了在以技术为基础的竞争中保持竞争优势,在投入的当期则往往并不能为企业带来现金流。因此,企业的短期财务指标不一定理想,但是这些投入对于企业的长远发展以及股东价值的提升却可能是起决定性的,所以必须有一套与股东价值挂钩的激励制度安排,而这正是股票期权作为一种激励制度的独特优势。实证研究表明,尽管企业的研发投入通常不能改善短期财务指标,但是在企业宣布增加研发投入的时候,公司的股价一般会作出积极的反应,从而给持有股票期权的经理层以激励,由此可以看出,基于公司价值的激励制度确实具有其他激励手段无法替代的优势。

股票期权的激励效果已经为理论和实践所证明。从理论上讲,企业是一系列合约的集合,对管理层而言,在缺乏长期合约的情况下,仅仅由于担心其专用性的人力资本投资被套牢,其准租金被剥夺<sup>①</sup>就可能致委托—代理合同无法达成。股票期权可以较好地解决这个问题,由于有效期一般为10年,股票期权制度实际上是一个长期合约,股票期权的长期合约性质显然有助于减少股东机会主义。另一方面,由于股票期权的实际价值在相当程度上将取决于企业业绩,股票期权也有助于抑制道德风险的发生。可见,由于股票期权激励制度的引入,企业作为一个合约集合得到了优化,这也是为什么从理论上而言股票期权将产生良好激励效果的原因。

股票期权制度的激励效果也得到了实证研究的支持。在

---

<sup>①</sup> 阿尔钦,伍德沃德,新制度经济学,上海财经大学出版社,1998。

1990年的经典论文中,迈克尔·詹森和凯文·墨菲(Michael Jensen C. and Kevin Murphy)对股票期权的激励效果进行了研究,他们的研究结果是:股东财富每有1 000元增加,总经理股票期权的价值平均增加14.5美分,股票期权对总经理的激励较之每年的现金补偿变化明显要高。迈克尔·詹森和凯文·墨菲对股票期权的激励作用是肯定的,但他们的研究表明股票期权的激励作用远没有人们通常认为的那么大。

## 2. 管理层持股

管理层持股对于公司治理的影响,可以从合约的角度来分析。Williamson等人的研究成果为我们提供了一个分析框架。Williamson(1978)认为:如果交易中包含一种专用性很强的资产的投资,则可能导致的机会主义行为有可能使合约的谈判和执行变得困难,互补性资产的所有者就会机会主义地通过威胁收回他们自己的投入来榨取“准租金”(所投入的用途和次佳用途上的收益间的差异),出于节约交易费用的需要,共同所有权或垂直一体化之类的组织防范机制可能会出现。

如果将企业视为一系列合约的联结,那么经理和股东之间的合约是其中的核心,我们必须注意到,股东和经理的合约不是市场中通常见到的那种很详细的合约,而是Coase所论述的有别于市场合约的劳务合约,其特点是“契约中的所有陈述是要求供应者供给物品和劳务的范围,而要求供给者所作的细节在契约中没有阐述,是以后由购买者决定的”,所谓劳务合约,实际上指的就是人力资本合约。

与Stigle一样,周其仁也认为企业无非是人力资本和非人力资本之间的一个合约,企业之所以不同于市场,就是因为企业合约中包含了人力资本合约。而人力资本的特点就在于人力资本与其所有者不可分离,在他的这篇产生广泛影响的文章中,周其仁写道:“企业家才能的发挥,甚至在事后都难以监督和计量,除了用分

成租合约(Sharecropping Contract) ,这样的制度安排 ,即由企业家人力资本的所有者分享企业经营的剩余 ,企业家是无法被‘激励’出来的 ,这种才能就好像天生匮乏一样供给不足”。<sup>①</sup>

对于经理与股东而言 ,由于通常聘用时——也就是建立合约时双方不可能像订购商品一样将合约的内容规定具体。因此 ,合约双方都有可能存在机会主义行为。如果双方可以自由地进出 ,那么机会主义也不会给合约带来什么影响 ,但是 ,如果一方的投资是专用性很强的投资 ,比如经理人的专用性的人力资本投入 ,那么对于机会主义行为的顾虑就可能使合约无法达成 ,即使达成 ,由于人力资本合约不可能规定得很详细 ,股东和经理人之间又存在信息上的不对称 ,一旦经理人预期自己的努力未必能得到相应的回报 ,经理人就未必会努力为股东利益工作。股东可以通过董事会来约束经理层 ,但是 ,董事会未必就是一个尽职的董事会 ,即使尽职 ,董事会也未必具备监督职业经理所需要的专业知识。公司控制权市场也可以约束经理人 ,但是此时股东价值往往已经受到很大的损失 ,而且不是所有国家的公司控制权市场都可以有效发挥作用。因此 ,经理人和股东可能需要采取共同持有公司或者共同分享公司的剩余索取权的做法。

管理层持股显然有助于抑制和消除机会主义行为 ,如果经理人所持股份的市值在经理个人财富中占有较大的比例 ,那么即使股东对经理人难于监督 ,经理人基于自身利益也会维护股东价值 ,管理层个人的腐败行为必将以自身股票资产价值的降低为代价 ,而且只要管理层的股票没有被抛售 ,哪怕是在其任期的最后一刻 ,机会主义行为都将被抑制。管理层持股使管理层私人财富变化与股东价值变化的趋势更加一致 ,这显然有力地抑制了经理人的短

---

<sup>①</sup> 周其仁 . 市场里企业 : 一个人力资本与非人力资本特别和约 . 经济研究 , 1996 (6) : 71 ~ 79 .

期行为。

### 3. 管理层收购(MBO)

管理层收购可以视为是管理层持股的一种特殊情况,即管理层持有公司的全部或者大部分股份,从某种意义上说,管理层收购(MBO)是对现代公司制度的一种革命,因为其追求的是一种所有权和经营权的集中,而现代公司制度是以所有权与经营权分离为前提的。通过管理层对公司的收购,经理人成为了企业的大股东或者所有者,因此,MBO实际上是市场在演进过程中出现的对两权分离型的治理模式的一种完善。Jesen 曾经高度评价这种企业治理模式的优越性,并预言这种治理模式会有很大的生命力。

管理层收购较一般意义上的管理层持股会产生强得多的激励作用,这可以从管理层收购的操作模式中看出,在通常的管理层收购案例中,外部收购集团会和管理层联合成立一个壳公司,由这个壳公司作为收购的主体,外部收购集团通常会协助管理层安排融资计划,几乎所有的管理层收购都要求管理层尽其财力在壳公司中占有尽可能多的股份。因此,收购后企业经营的成败与否,就决定了管理层的私人财富的状况,管理层个人利益与公司业绩之间的关系,远较公众公司框架下实施的其他激励手段要密切。

显然若没有证券市场的充分发展,股票价格远远偏离企业盈利能力,企业的激励机制尤其是以“购股权”或“经营者持股”为核心内容的激励机制是很难建立并有效发挥作用的。

当然,有了一个很好的“激励机制”,经营者的行为仍有可能偏离所有者的利益。如经营者可以过度挥霍,可以虚报业绩,甚至可以把公司的利益间接转到一个与其个人利益相关的公司等,因此还必须对公司业绩与经营者行为进行有效监督。一般来讲,在成熟的证券市场中除了对公司关于信息披露有很高的要求外,证券市场中成千上万的投资者尤其是大投资者,以及证券公司的分析师、独立会计师都在注视着公司的一举一动。当然证券分析师、独

立会计师们的本意并不是为了监督企业的经营,而是为了猎取最新的公司信息,为投资者提供最佳服务。但证券分析师、独立会计师的功效如同投资者或企业所有者的眼睛,间接地起到了对公司的监督作用。因为公司的业绩、高级主管的各种行为、经营决策、投资决策及融资决策等都会很快反映在股票价格上。如果公布的公司业绩比预期的要好,该公司的股票价格就会上升,反之就会下跌。对公司披露的此类信息(如业绩)进行核实的,就是一批具有较高专业水平与职业道德的独立会计师。至于经营决策、投资决策、融资决策等是否符合公司所有者的最大利益,并准确合理地反映在股票价格上,则是由证券分析师们来作出判断的。证券分析师一般对所关注公司的过去与现在了如指掌,且不断地猎取最新信息,尽力对公司的前景作出最准确的分析判断。他们不但分析公司所披露的财务信息和重大行为,而且通过定期参观企业、访问企业高级经理猎取第一手最准确的资料。他们不但要及时掌握企业的各种重大决策和人事变动,而且还要对公司的各种决策作全面深入、公正客观的分析,以判断它们是否符合公司所有者的最大利益,是否有利于公司的长远盈利,同时他们还将分析判断的结果及时提供给市场,即企业的现有投资者及未来投资者。这样,通过证券市场中的中介组织就能形成一种强大的监督机制。

## 第三章 证券市场监管机制 与公司治理

证券市场监管就是指证券市场监管部门为了消除因市场机制失灵而带来的证券产品和证券服务价格扭曲以及由此引起的资本配置效率下降,确保证券市场高效、平稳、有序地运行,通过法律、行政和经济的手段,对证券市场运行的各个环节和各个方面所进行的组织、规划、协调、监督和控制的活动和过程。

监管的治理机制主要是政府监管机构通过制定法规来进行的,包括公司法、证券法、反不正当竞争法、劳动法、反垄断法、商标法、消费者权益保障法,等等。另外,政府还通过制定产业政策,利用财政、金融手段,对企业进行扶植、引导或限制。本章着重分析政府的证券市场监管对公司治理的影响。

证券市场监管机制主要通过事前、事中、事后三个方面对公司进行治理,包括信息披露管制,内部交易管制,市场操纵管制,接管(反接管)管制,证券分散管制以及银行管制等,本章简要分析这些机制对公司治理的影响。

### 第一节 监管机制

证券市场在现代市场体系中有着不可替代的重要地位,如果它的运行效率下降、功能不能充分发挥,那么,资本的有效配置就不能顺利实现,就会影响整个经济的运行效率。如果对证券市场的各种风险因素不加以控制,任其积累,一旦危机爆发,后果将不堪设想。

因此,通过政府干预的手段,其中包括监管的手段,对证券市场实施必要的组织、规划、协调、管理、监督和控制,以消除或尽可能减少因市场机制失灵而带来的证券产品和证券服务价格扭曲,以及由此引起的资本配置效率下降,实现证券市场高效、平稳、有序地运行,这是一个不可避免的现实选择。

### 一、证券市场监管机制的产生和发展

应该说,加强监管和促进效率之间有时存在一定的矛盾。前者要求严格的市场管理,但这往往以限制市场直接参与者的业务或投资活动为代价,从而抑制效率的提高,使得在低效率的市场上投资者利益难以得到切实保护。但是证券市场的发展如果为了追求效率而完全放任自由,则又会刺激市场投机,引起金融体制的混乱,同样会引发各类违规违法现象的盛行,市场效率和投资者利益均不能得到保障。因此,在股票市场上经常会伴随经济发展进入不同阶段而出现这样的循环。如图 3—1 所示。

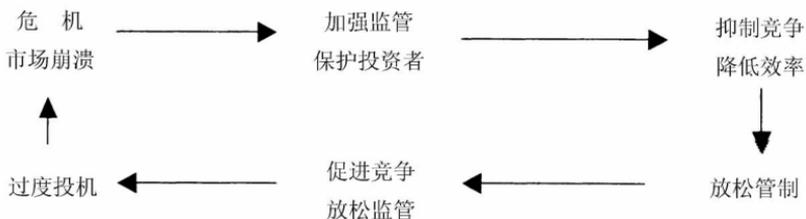


图 3—1 证券市场发展循环图

自由竞争有时会导致过度竞争,使资本市场产生严重的泡沫。而监管活动很可能由于构筑了“准入壁垒”而损害竞争,不利于公平和效率。但是不管怎样,监管仍然是发展过程中的主题。因为监管引导着金融市场的健康发展,有助于社会资源的最优化。一个有效的证券市场监管结构能够给予市场足够的发展余地来实现

其职能,也能防止破坏市场公正和长期存在的欺诈操纵等事件。况且一个完整的监管概念本身就包括根据不同的经济状况制定适当的监管策略,其中也包括适度地刺激市场自由度和放松管制等内容。

从国际证券市场的发展历史看,证券市场监管机制的形成最初源于对证券市场失控和股灾爆发的反思。美国证券市场最初的不干预政策及其引发的1929年股灾、英国证券市场在逐渐丧失竞争力的情况下进行的金融大改革,以及香港证券市场1987年后的结构性反思,都说明了证券市场监管机制形成的必然性。

### 1. 美国证券市场监管机制的形成

美国证券市场的监管具有较强的灵活度和环境适应能力,同时比较严格,它通过先默许发展,待发展的优缺点充分暴露之后再以法律形式规定下来,或规范或取缔。但是在1929年以前的美国证券市场,却完全没有政府监管的痕迹。

在1929年股灾之前,联邦政府对股市的发展采取放任自流的政策,在经济泡沫之中,股市泡沫得以虚假膨胀,市场投机之风盛行。许多银行不仅自己深度进入股市,还大量透支给客户。人们天天讨论股票,就连拣垃圾的人也在谈论。繁荣的背后是市场蕴含的巨大风险,股市最终发生了崩溃。美国历届总统对股市的态度也以1929年的经济危机为转折点。政府还受到商界和银行界普遍反对政府干预市场的立场的影响。银行界和商界对通过立法控制控股公司、投资信托公司,对监管信用交易没有任何热情,而那些沉湎于股市投机发财梦的公众也不会对政府干预表示任何感谢。加尔布雷斯在《繁荣与破产的岁月》一书中这样描述,“有太多的人在灾难和本可以防止这种灾难的措施之间毫不犹豫地选择了灾难。”

灾难来临了,大萧条持续数年。道—琼斯指数从1929年10月11日的最高点358点不断下跌到1932年7月8日的最低点41

点。从1929年到1930年,纽约证券交易所的股票市值从879亿美元下降到156亿美元,许多公司的证券变得一文不值。一系列的调查表明,市场存在极度的不理性行为,包括投机、大量人为操纵和内幕交易。对于积极主张联邦立法的弗兰克林·罗斯福来说,对证券市场的监管不再仅仅是道德问题,而是经济和金融控制的问题。他在总统上任的第二天就推动召开紧急会议,宣布关于银行方面的假日法案。在以后100多天的时间里,国会立法势如破竹般地出台,其中包括批准总统宣布全国银行假日的《紧急银行法》。作为罗斯福新政的一部分,《1933年证券法》、《1934年证券交易法》等相继出台,这些法律的核心均是维护中小投资者的利益,从而恢复信心,重建几近瘫痪的货币和金融制度。

联邦政府宣布对金融市场尤其是股票市场进行监控。一系列的法律相继出台,在以后的数年间颁布了《1933年证券法》、《1934年证券交易法》、《1940年投资公司法》和《1940年投资顾问法》,建立起了一套完整的防止欺诈、保护公平和保护投资者的法律框架,基本确立了政府对股市的干预权威,并在1934年成立了美国证券市场的最高监管机构——证券交易委员会(SEC)。美国政府在股灾之后出台的一系列法律中,对证券业控制风险具有最直接作用并深远影响美国股市发展的是《1933年银行法》(又称《格拉斯—蒂格尔法》),该法律鉴于当时美国大量商业银行直接参与证券市场导致的巨大风险,将商业银行隔离于证券业之外。规定商业银行不得进行涉及公司证券的业务,而投资银行也不得进行传统的存贷业务。在当时美国市场风险极高的情况下,这样的规定产生了巨大的作用,政府调控取得了实际效果。《1933年证券法》与限制商业银行活动的银行法不同,它的主要内容是关于“信息披露”,其基本目标有两个:一是保护投资者得到与公开销售的证券相关的实质性财务信息和其他信息,要求所有证券发行均需进行注册;二是禁止错误的陈述、欺诈和一般证券销售中的欺骗行为。《1934

年证券交易法》把证券市场监管从一级市场延伸到二级市场的交易。其目的是为了规范对州际和涉及证券市场交易的监管,防止不平等、不公正的市场交易行为,并要求上市公司提供持续信息披露。该法的颁布最终导致了美国证券交易委员会(美国证监会, SEC)的建立。除了规定建立证券交易委员会监管证券市场之外,该法还要求私人会员制组织(证券交易所和证券商协会)承担规范会员的商业行为、监视证券市场交易活动的监管责任。1938年美国国会通过了《马伦耐法》(Maloney Act),修订了《1934年证券交易法》,使证券交易委员会的监管权力扩大到柜台市场。《1933年证券法》和《1934年证券交易法》是美国政府在意识到对金融市场监管的重要性之后的最重要的联邦证券法规,虽经多次修改,其基本框架和主要内容没有改变。除了这两个法规之外,美国证券交易委员会还实施了《1935年公用事业持股公司法》、《1939年信托契约法》、《1940年投资公司法》和《1940年投资顾问法》等补充性证券法规。

美国证券市场法律体系的完善体现了一个世界性的潮流,并且在其后一直影响世界证券市场监管模式的设计。许多国家模仿美国体制,建立了证券交易委员会。证券交易委员会(证监会)作为政府监管权威的建立,可以说是证券市场监管体制发展过程中的一个里程碑。目前世界上大多数国家都已经设立了类似的监管机构,尽管有的国家并不以证监会的名字称呼,但其功能却大同小异。

## 2. 英国证券市场监管机制的形成

英国证券市场的自律传统颇具绅士风度,是一种类似俱乐部管理的模式,直到金融大改革(Big Bang)才建立了法律框架,监管灵活度很高。如果说美国以严密的法律体系作为监管体系的基石代表了一个普遍的发展趋势,那么以英国为代表的自律监管发展过程也具有相当的历史说服力。

英国的证券交易所最早采取公司制的组织形式,这种公司制的组织形式决定了证券交易所的经营目的是盈利,因此维持证券市场的正常运行就自然成为证券交易所和证券业协会自身的行为规范,由此产生了自律的传统。从历史范围看,伦敦证券交易所起步较早,在当时没有相应立法出台的情况下,主要依靠交易所和证券业协会的规则来规范市场行为,因此伦敦证券交易所制定了严格的业务规则,采取严格的注册制度和公开说明书制度进行自律,形成了伦敦证券交易所完全自治、不受政府干预的传统。而正因为英国的自律管理严格,证券自律组织的作用发挥较充分,英国政府的干预也相对较少。其他欧洲市场,如荷兰、芬兰、挪威等,均采取了相似的监管模式。这一方面是体现了这些市场的共同发展历程,另一方面也是因为这些市场未曾受过重大的股市灾难冲击。1987年的全球股灾之后,英国没有像美国那样,政府仍未采取严厉的措施,仍然由证券交易所担当监管职能,但是加强了国家立法的管理。以后随着市场的逐步发展,欧洲各国证券市场的竞争力不断增强,传统的伦敦证券交易市场首次受到了冲击,公司上市份额一度大幅度减少,使得英国政府不得不采取相应措施,加强国家和市场的竞争力。目的都是为了加强政府中央监管的力度,同时保持证券交易所对于市场监管的灵活性。

## 二、监管模式及对公司治理的影响

### 1. 新古典式管制与关系式管制

德特尔(Dietl,1998)按照管制目标的不同,将资本市场管制分为新古典式管制和关系式管制(Relational Regulation)两大类。前者对应严格型管制,后者对应宽松型管制。

新古典式管制以新古典经济理论为基础,认为在完全竞争的资本市场上,企业发行证券的价格首先等于资本的边际产品价值,其次等于每个投资者的边际投资效用,最后,在该价格上,市场出清,证券的需求与供给相等。然而,许多新古典理论的假定,如参

与者的完全信息、非操纵的市场价格等,在现实世界中并不存在,包括资本市场在内的许多市场都是不完善的。因此,新古典式的管制旨在尽量消除现存市场的不完善性。

在资本市场管制方面,新古典式管制采用严格、及时的信息披露准则,降低市场参与者之间的非对称信息;利用严格的反内部交易法来缓解剩下的非对称信息;用严格的反市场操纵法保证市场交易的公平性;利用证券分散要求、反接管法及对全能银行的限制,阻止市场参与者获得市场操纵力,进一步使现实资本市场靠近新古典理论的设想。尽管新古典式管制的追随者承认,新古典的完全竞争市场在现实世界是一种乌托邦式的设想,但他们的目的仍然是尽量减少现实市场的不完全性,哪怕是一点点。

与新古典式管制追求资本市场的配置效率不同,关系式管制强调治理效率。它建立在产权理论、代理理论和交易费用理论之上。在这些理论看来,许多被新古典理论看作为资本市场的不完全性并不有害,相反可以提高公司治理的效率。比如,所有权集中被看作是对公众持股公司治理低效率的一种反应,可以解决分散股东在监督经营上的“搭便车”行为。对于在宽松的资本市场管制环境下,为了补偿大股东丧失的证券分散降低风险的好处而进行的诸如让大股东拥有内部信息优势、进行一定程度的内部交易和市场操纵等行为,被看作是提高公司治理效率所必需的。

关系式管制更重要的一个特征是对全能银行的宽容和鼓励。在关系式管制下,全能银行不但可以实现范围的经济性,更重要的是可以利用股权来保护债权,从而消除信贷配给,还能鼓励银行对企业进行长期贷款和投资,建立两者的长期交易关系,并削减陷入财务危机企业的破产代价,提前对陷入危机企业进行重组。在关系式管制下,银行和其他大股东可以从宽松的管制环境中,持续获取参与企业治理的好处,从而鼓励他们积极参与企业治理,并进行相应的关系投资,与客户企业建立长期的投资关系。相反,新古典

式的管制由于取消和限制投资者从事企业治理所获取的租金,理性的投资者便不愿对企业进行长期的关系投资。

## 2. 证券市场监管与公司治理模式的形成及运作

根据一些学者的划分,国际上目前主要存在三种公司治理模式:以东南亚地区为代表的家族治理模式、以美英为代表的市场导向模式以及以日德为代表的网络导向模式(郑红亮,1998;吴淑琨、席西民,2000)。

在东南亚国家和我国的香港、台湾地区,大部分上市公司的控股权被家族及其伙伴所拥有,家族控制了董事会的大权,并进而控制了经营者,其他股东及利益相关者在公司治理中处于从属地位,资本市场在融资及控制公司方面的作用也很弱。尽管家族控制由于所有权与经营权的分离程度低,家族控股者能从内部控制上解决经营者的代理问题,但融资的范围小,所有者承担的风险大,从而丧失了公众持股公司的优势。

在美、英的市场导向模式中,公司的股权相对分散,主要掌握在机构投资者和个人手中。而且由于分散股东在监督经营上的“搭便车”行为,内部治理机制的作用相对较弱。但另一方面,资本市场的高度发展,使其在融资及公司治理方面发挥着十分重要的作用。近年来,机构投资者崛起,并通过股东大会、董事会及股票期权等途径,使内部监控机制及对经营者的激励强度得到重视。

在日、德的网络导向模式中,虽然也有较发达的股票市场,但它在筹资以及公司治理方面发挥的作用很有限。另一方面,公司的股权相对集中,且通过交叉持股、人事交往及系列贷款等方式形成网络,主要利益相关者通过这一网络对企业进行治理,其中法人大股东和银行在网络治理中发挥着十分重要的作用。

为什么会形成这些不同的治理模式?按照路径依赖性理论,公司治理模式对一国的政治、经济及历史、文化有很强的依赖性,有其形成和演化的规律性。在这些众多的因素中,我们认为,资本

市场管制发挥着十分重要的作用。

下面就以美、日、德的资本市场管制为例,说明资本市场管制与市场导向模式及网络导向模式的形成和运作。

在发达国家中,美国实行的是新古典式管制,德国实行的是关系式管制,日本介于两者之间,在一些方面接近美国,但更靠近德国,这在对银行管制上表现得最为突出(Dietl,1998)。美国一直限制银行对企业的影响,将商业银行与投资银行的业务严格分开,并限制银行跨州设立分支机构,禁止商业银行持有非金融企业的股票和从事证券经营业务,银行所属的控股公司也不能持有任何非金融企业5%以上的股票。另一方面,相对于日、德,美国对企业发行股票、债券的管制最松,以此鼓励企业进入直接融资市场。日、德则正好相反,着重发展以银行为中介的间接融资,对企业发行股票、债券则严加管制(如日本在1979年,只有三菱电子和丰田汽车两家公司符合在日本国内市场发行无担保债券的条件),以便国家通过银行系统实现对经济的强大干预,实行赶超型战略。其中,德国允许和鼓励全能银行,允许银行从事商业贷款和证券投资业务,持有非金融企业的股票,并对银行的持股比例不做限制,还允许银行代表股东行使投票权,从而大大强化了银行对企业的控制<sup>①</sup>。日本将商业银行与投资银行的业务分开,禁止交叉,但允许单个银行持有非金融企业5%以内的股票,从而为银行控制企业打开了通道,使以“主银行”为特征的金融机构对企业的影响,虽低于德国,但远高于美国。由于美国和日本、德国对直接融资和间接融资的鼓励和限制大相径庭,造成三国的资本市场发育和银行的实力出现很大差异。在银行部门资产占GDP的比重方面,德国为146%,日本为167%,美国仅为62%。在多年世界十大银行的排行榜中,日本也最多最前,其次是德国,美国则排在日、德之后。

---

<sup>①</sup> 据调查,在德国100家最大的公司中,三大银行控制了55家公司57%的投票权,其中50%来源于代理投票权。

在会计信息披露方面,美国要求上市公司除了公布年度会计报表及其他有关会计资料外,还须在每季度公布会计报表及有关会计资料,并必须经过审计。由于这种相对及时的会计信息披露加之采用公认的会计准则,投资者能较容易地从公布的会计资料中寻找有关投资信息。德国只要求上市公司公布年度和半年度会计报表及相关资料,且后者不一定要经过审计。另外,由于企业在会计方法上较大的灵活性及税收上的考虑,投资者要从公布的会计资料中寻找有关投资信息,需要较高的会计技能和较多的时间。日本在会计信息披露方面也不要求上市公司公布季度会计资料,只需公布经过审核的年度和半年度会计报表,但由于日本的会计准则在许多方面借鉴了美国的做法,其会计信息披露在降低企业内外部非对称信息方面所起的作用,介于美、德之间。

在禁止内部交易和市场操纵方面,美国严格限制内部人(如经理、董事及持有公司发行股票 10% 以上的大股东等)利用未公开信息从事公司证券交易,一经查处,就要没收非法所得、加倍处罚甚至受到监禁。证券法还要求内部人必须定期向证券管理部门汇报其拥有和交易公司股票的情况。对于制造虚假信息、欺诈等市场操纵行为,也做了很明确的规定,并用法律严加制裁。相比之下,德国在这方面要宽松得多,直到 1994 年由于欧洲一体化的要求,德国才通过了随意性较大的反内部交易法律,在此之前主要靠非法律手段(如自律、承诺等)来限制内部交易。德国公司的内部人不一定要公开其证券交易,仅从 1995 年开始,主要股东在其投票权变化超过规定幅度时,才要求公开其投票权(Dietl, 1998)。日本也被视为反内部交易法规非常宽松的典型,其法律及执行程序传统上被认为是为了保护证券业而非个人投资者,只是一系列沸沸扬扬的内部交易案件才迫使国会于 1988 年修改了证券交易法,修改后的法律与美国更接近(Weston 等, 1996)。

由于在资本市场管制的上述差异,造成日、美、德资本市场发

达程度的明显差异。其中,美国的资本市场最发达,商业银行、投资银行、各种基金、保险公司、证券资信评估等机构之间的分工很细,竞争激烈,使资本市场能汇集和转换大量分散的信息,提高了市场的透明度,加之不断的金融创新,有利于大量分散的投资者和企业进入资本市场直接融资。德国的管制则抑制了资本市场的发育,由于公司内外部之间存在大量的非对称信息及大股东的操纵,资本市场的透明度不高,不利于分散的投资者和企业进入资本市场直接融资。日本由于管制上的上述特征,其资本市场的发育程度介于美、德之间。

三国资本市场的发达程度可通过表 3—1 得到说明。

表 3—1 美国、日本、德国资本市场比较

	美国	日本	德国
股票市场			
上市公司数	6 923	1 689	666
上市公司资本总额亿美元	5 018.7	3 600.6	499.7
调整交叉持股后的资本总额亿美元	4 737.7	1 281.8	179.9
资本总额占 GDP 的比重(%)	74.5	76.5	11.5
调整交叉持股后的资本总额占 GDP 的比重(%)	70.3	27.1	4.1
债券市场			
发行债券的市场价值亿美元	4 885.4	4 394.9	1 940.9
发行债券占 GDP 的比重(%)	87.4	93.4	44.7
政府及政府的代理机构	3 465.6(58.9%)	3 090(70.3%)	793.6(40.9%)
私人银行	947.2(16.1%)	789.5(18%)	925(47.7%)
私人非银行企业	251.7(21.3%)	432.8(9.8%)	2(0.1%)
国外机构	220.9(3.8%)	82.6(1.9%)	220.3(11.4%)
债务与自有资本比率	0.87(1993)	3.98(1991)	1.8(1993)

从表 3—1 可以看出,美国的资本市场最为发达,日本次之,德国最低。在股票市场方面,德国仅有 666 家上市公司,美国则多达 6 923 家,日本为 1 689 家。调整企业交叉持股部分的重复计算,上市公司资本总额占 GDP 的比率,德国只有 4.1%,日本为 27.1%,美国则高达 70.3%。另外,在三国之间,德国股票市场的流动性最低,最大的 50 家公司的股票交易占整个市场股票交易额的 89%,其他公司的股票交易率很低(Deitl,1998)。日本股票市场的流动性虽比德国高,但远低于美国上市公司股票分布中近 70% 被法人股东持有,他们主要利用持股来稳定长期交易关系,很少进入股票市场进行短期交易(Aoki,1992)。美国公司的股东主要由个人及机构投资者构成,他们很重视股票的收益率特别是短期收益率,交易频率很高。

在债券市场上,三国之间也有很大差异。发行债券价值占 GDP 的比例,德国为 44.7%,日本为 93.4%,美国为 87.4%。在发行债券总额中,私人银行所占比率,德国高达 47.7%,日本和美国分别只有 18% 和 16.1%,这反映了德国债券市场上银行的重要影响。另一方面,非金融企业发行债券占债券总额的比率,德国仅为 0.1%,日本为 9.8%,美国则高达 21.3%,这在很大程度上反映了三国对企业发行债券管制的宽严程度。

由于管制环境和交易惯例等方面的差异,日、美、德公司的所有权结构也出现明显差异。最突出的差异是,美国上市公司的股权结构中,银行持股几乎为零,而日、德公司的这一比率分别为 18.9% 和 14.3%,如表 3—2 所示。

表 3—2

美国、日本、德国上市公司股权结构

	德国	美国	日本
金融机构	29.0	30.4	48.0
银行	14.3	0	18.9
保险公司	7.1	4.6	19.6
年金及基金	7.7	25.8	9.5
非金融机构	71.0	69.6	52.0
非金融企业	38.8	14.1	24.9
居民	16.6	50.2	22.4
政府	3.4	0	0.7
国外	12.2	5.4	4.0

从表 3—2 还可看到,日、德公司内,非金融企业的持股比率分别为 24.9%和 38.8%,远远高于美国的 14.1%。这固然与日、德的资本市场管制有利于大股东的形成有关,更重要的原因是,日、德企业为了对付接管及密切相互间的交易关系,普遍采用交叉持股和长期交易,组成企业集团。美国由于严格的反垄断法和资本市场上的严格管制,不利于企业间持股和大股东的形成,从而形成了高达 50.2%的个人持股,远远高于德国的 16.6%和日本的 22.4%。

表 3—3

美国、日本、德国上市公司所有权集中度

被最大股东控制的投票权(x)的百分比	美国(1994)	日本(1995)	德国(1994)
$0 < x < 10$	66	61.1	3.2
$10 \leq x < 25$	17.4	21.3	6.9
$25 \leq x < 50$	13	12.9	16.7
$50 \leq x < 75$	2.1	4.7	31.9
$75 \leq x \leq 100$	1.5		41.3

从表 3—3 可以看出,在所有权集中程度方面,德国公司最高,上市公司中近 3/4 的公司都有一个大股东,其投票权至少在 50% 以上。相比之下,其他两国特别是美国公司的投票权比较分散。另一个典型例子是,前五位大股东投票权在公司总投票权中所占比重,德国奔驰公司为 78.39%,日本丰田公司为 21.6%,而美国通用汽车公司仅为 5.74%(Roe,1993)。

综上所述,日、美、德三国在资本市场发育、金融机构对企业的影响以及公司所有权结构上有很明显的差别,这些差别又与各自的资本市场管制密切相关。在此基础上,加上公司法、劳动法等法规以及各国历史、文化的影响,逐渐形成上述的市场导向和网络导向两种治理模式。

### 三、监管机制及对公司治理的影响

监管的治理机制主要是政府监管机构通过制定法规来进行的,包括公司法、证券法、反不正当竞争法、劳动法、反垄断法、商标法、消费者权益保障法,等等。另外,政府还通过制定产业政策,利用财政、金融手段,对企业进行扶植、引导或限制。这里着重分析政府的证券市场管制对公司治理的影响。

证券市场监管包括信息披露管制、内部交易管制、市场操纵管制、接管(反接管)管制、证券分散管制以及银行管制等,下面简要分析这些管制对企业行为的规范,以及对公司所有权结构、资本市场进而对公司治理的影响。

#### 1. 信息披露管制

为了简化分析,下面将管制按宽严程度分为严格管制和宽松管制两类。严格的信息披露的规定,降低了公司内部人与外部投资者之间的信息不对称性。在该规定下,内部人必须公布其投资的有关信息。同时,明确规定和严格执行的会计信息披露和审计标准,降低了理解和解释信息的成本,对公司财务状况和经济前景的评估也不需要高深的会计技能。按时披露、容易理解和比较的

会计信息,也使得那些想参与公司治理的外部投资者,不需花费很高的信息成本。

在严格的会计、审计和信息披露规定下,大投资者和积极参与公司治理的投资者不具有接近有关投资信息的优势,而且这种严格规定往往通过对大投资者和积极投资者的惩罚来得到实施,原因是这种严格规定与反内部交易的严格规定是相辅相成的。由于缺乏公司内外部之间的非对称信息,大股东很难从持有一个公司的大量股票中受益,证券不分散的风险成本也不能从获得的信息优势和在公司治理中的优势来弥补。因此,投资者不愿意放弃风险分散的好处,也不愿意积极参与公司治理,大投资者和积极参与公司治理的投资者就难以形成。另一方面,低非对称信息和低交易成本鼓励大量投资者参与资本市场交易,因为定期公布的有关投资的准确信息,降低了投资的不确定性。

相反,宽松的会计、审计和信息披露规定,在公司内外部之间产生很高的非对称信息。小投资者并不能及时得到有关投资的信息,会计方法上的选择也增加了理解和分析会计信息的难度,使外部投资者必须具有较多的会计知识或投入很多精力才能准确评价公司的财务状况和经济前景。由于小投资者面临的信息成本超过了参与公司治理可能得到的利益,在公司治理上“搭便车”,也就成为他们的理性选择。而公司的内部人在这种宽松规定下,不需要和外部投资者分享有关投资的信息。因此,大投资者有很强的动机去持有一个公司的大量股票并积极参与公司治理,他们从中获得的信息优势大于证券不分散的风险成本。

总之,会计、审计和信息披露规定的宽严程度,决定着公司内、外部之间信息非对称性的程度。严格的规定有助于外部投资者参与公司治理和资本市场交易,有利于分散风险,但不利于所有权集中和大股东参与公司治理。相反,宽松的规定鼓励所有权集中,但不利于小投资者参与公司治理和资本市场交易。

## 2. 内部交易管制

这一管制决定着外部投资者不被内部交易损害的程度。严格的反内部交易法规对那些有意利用未公开信息从事交易的内部人(如董事、经理和大股东)处以监禁,并要求内部人公开持有股票的情况和汇报所有交易情况。宽松的反内部交易规定,依赖内部人的自我约束,并不对违反者处以监禁。

严格的反内部交易降低了所有权的集中和大股东参与公司治理的积极性,积极的投资者不可能利用未公开信息交易来弥补参与公司治理的成本。没有内部潜在的利益,从事公司治理便无吸引力,结果使经营者拥有较大的权力使用余地。严格的反内部交易也增加了所有权集中的代价,大股东不可能通过内部交易的利益弥补证券不分散的成本,而且常常处在被指控为违法交易的威胁之下。另一方面,严格的反内部交易规定降低了小投资者参与资本市场交易的风险,保护他们在公司中的利益不被内部人所侵犯。因此,参加资本市场的小投资者数量和交易的频率都得到增加。

相反,宽松的反内部交易管制有助于公司内部治理效率的提高。积极的投资者可以在一定程度上利用内部交易来弥补参与公司治理的成本,因而,随着他们对公司治理参与的增加,经理也受到密切的监督。宽松的反内部交易管制也降低了所有权集中的成本,大股东不必公开他们的股份、汇报证券交易情况,也不必在股息或利润报告公布之后才进行交易。因而潜在的内部利益弥补了股票不分散的成本。另一方面,在宽松的反内部交易管制下,由于大股东和内部人可操纵市场,小股东要么不介入资本市场,要么采取长期投资战略。在第一种情况下,资本市场的参与者会减少,在第二种情况下,外部投资者很少经常进行交易,资本市场的交易频率也因此而下降。

总之,严格的反内部交易管制,降低了大投资者参与公司治理

的动机,不利于所有权集中,但吸引了大量分散的投资者参与资本市场,增加交易的频率。相反,宽松的反内部交易管制,鼓励所有权集中,有利于改进公司的内部治理,但不利于小投资者参与资本市场交易。

### 3. 市场操纵管制

资本市场操纵包括所有旨在制造虚假和错误信息,以从中牟利的各种行为,诸如虚抛、卖空、编造虚假或错误的交易说明等。有效禁止市场操纵的管制,能增强股票价格的真实性,这反过来会鼓励投资者进入市场交易。相反,不能有效禁止市场操纵的管制,降低了股票价格信息的真实性,参与者会对价格机制丧失信心,从而不愿进入资本市场。

### 4. 接管(反接管)管制

接管管制增强了小股东在接管中的权利。所谓的“最好价格原则”(Best Price Rule),保护了小股东在接管中不受价格歧视。如果招标者(Bidder),即接管的发起者在接管中提高标价以鼓励更多股东向其出售股票,新的标价对原来已出售的股东也自动有效。另外,接管法要求一个公开期,在提出要约(Tender)后,接管者在此期间不能从市场上购买目标公司的股票,以鼓励或等待潜在的招标者进行竞争,并且要求招标者在所定的标价上购买所有愿意出售的股票,而非按照先来先买原则。接管法还允许目标企业的股东有取消出售的权利。由于这些规定,接管法将接管利益的一部分从接管发起人手中转移到目标企业的股东手中,从而会削弱接管发起人的动机,但保护小股东在接管中不受损害。接管主要是为了改组目标企业的经营班子或进行公司重组,因此会受到现任经理的反抗,并采取诸如“毒丸”、“金降落伞”、“白衣骑士”等一系列反接管措施。反接管法可能限制或禁止采用这些反接管措施,或将是否采用这些措施的权利交给股东决定。在这种情况下,接管就会受到鼓励。相反,将是否采用反接管措施的权利全交给

经理接管发起者的成本就会增加,公司控制权市场就会受到抑制,股东承受的代理成本也可能增加。

### 5. 证券分散管制

这一管制迫使机构投资者和金融中介分散证券投资,常见的管制要求投资公司、信托投资、银行、年金基金和保险公司不能将基金资产的一定比例(比如5%)投到一家公司,或持有一家公司的发行股票的份额不能超过一定比例(比如10%)。这些分散要求普遍采用法律或税收处罚来执行。

比起个人投资者,机构投资者和金融中介能集中大量的资金,因而可能持有上市公司大量股票并控制该公司。严格的证券分散管制禁止它们将资金集中投向一家或少数公司,因此有助于所有权的分散。然而,在该管制下,机构投资者或金融中介由于持有一家公司的股票的比例很小,没有积极性收集所投资公司经营状况的信息并参与公司治理,而主要用退出来表示不满。这样,基金交易的频率及整个资本市场的交易频率和流动性都会上升。如果没有证券分散管制或管制很宽松,机构投资者和金融中介就会持有公司大量股票并行使控制权,证券不分散的成本可通过参与公司治理的好处(信息租金)得到补偿,这会鼓励他们持有一家公司的股票并保持其证券组合相对稳定,进而导致资本市场的流动性降低。前面已讲到,所有权集中可以克服公司治理中的“搭便车”现象,所以,宽松的证券分散管制有助于解决代理问题,提高公司治理的效率。

### 6. 银行管制

银行管制包括对银行业务的管制及对银行控制非银行企业的管制。严格的银行管制将商业银行与投资银行的业务严格分开,禁止商业银行从事证券的发行、承兑业务及公司证券的交易业务,同时禁止商业银行持有非银行企业的任何股票、派遣董事及行使代理投票权。宽松的银行管制则允许“全能银行”(Universal

Bank)的存在,商业银行不仅从事存贷款业务,还可以进入投资银行业务领域,并且可以持有非金融企业的股票,向企业派遣董事,行使代理投票权。

在严格的银行管制下,银行对非金融企业主要限于贷款业务,银行与客户企业间的交易关系也非持久性。由于银行无法对企业行使非债权控制,对企业的控制和影响力小,对其贷款安全性的保护力也较弱。另一方面,当企业陷入财务危机时,银行一般急于收回贷款,而不愿对企业进行挽救或重组,更不愿对该企业延长或追加贷款,尽管这样做符合效率准则。相反,在宽松的银行管制下,银行不但可以通过拓展业务实现范围的经济性,更重要的是银行可以通过持有非金融企业的股票,派遣董事及行使代理投票权,大大强化了对企业的控制。由于银行可以有效保护其贷款的安全性,因此有动机对企业进行长期贷款和投资,和客户企业保持长期的交易关系。另一方面,当客户企业陷入财务危机时,只要有挽救或重组的可能,银行作为大贷款人和大股东,有很强的积极性对企业进行挽救和重组(如延期贷款、减少利息或追加新贷款等),而不是令其破产。

## 第二节 事前治理机制与公司治理

事前治理机制就是通过严格的发行、上市制度,督促股份公司改善公司治理,只有达到上市要求才可以进入证券市场。世界各国(地区)对证券发行市场的监管大致分为两种:一种是实行公开原则,对证券发行采取注册制;另一种是实行实质审查原则,对证券发行实行核准制。

### 一、发行制度的治理机制

#### 1. 公开原则与实质审查原则

公开原则是指法律只要求发行人向证券主管机关报送申请注

册文件,披露与发行证券有关的信息资料。证券主管机关只审查注册文件披露信息是否真实、准确、充分,并据此批准注册文件生效,不对发行人及其所发行的证券的投资价值作出判断,也不进行实质条件的审查。

实质审查原则是指证券发行人不仅必须公开与所发行的证券有关的一切信息资料,还必须满足规定的实质条件,经证券主管部门审查批准后才能获准发行。

公开原则有利于保护投资者的利益,使投资者充分了解证券及其发行人的真实情况,对投资风险和收益作出全面、准确的判断,可增加发行公司内部经营管理和财务状况的透明度,强化证券管理部门和社会公众对发行公司的监督,同时可有效地抑制各种证券违法行为,维护证券市场的公平与公正,提高证券市场的运作效率。因此大多数国家证券立法都采用公开原则,对证券发行实行注册制,甚至有些法学家将这一原则以及根据该原则制定的信息披露制度奉为神明。但公开原则也有其弊端。公开原则是以投资者能够阅读证券发行公开说明书和有关财务资料,并在此基础上作出合理的投资判断为前提,然而许多普通投资者并不具备这种能力,特别是有关财务资料和报表,不是一般非专业人员能够看得懂的,也有一些人抱着单纯获利的心理进行投机而根本不关心发行人披露的信息,因此投资仍然具有一定的盲目性。如果证券主管机关不对证券的发行进行实质性审查,投资的风险必然会加大。

实质管理原则也同样带有局限性。一方面,证券主管机关对证券发行的包揽审查容易增长投资者的依赖性,形成错误的安全感,从而证券投资一旦出现风险,投资者往往将责任归咎于政府和证券主管机关;另一方面,证券主管机关对证券发行的审查难免有失误的时候,或者将发展前景好但风险大的企业排除在允许发行之外,或者使不符合实质条件的企业蒙混过关,从而增加投资者的风险。

对证券发行的管理采用公开原则还是采用实质审查原则,是各国根据其自身的政治经济制度、法律传统及证券市场的发展状况决定的,两种方式都有其存在发展的理由,无所谓孰优孰劣,关键是尽力通过制度弥补各自的不足,使对发行市场的法律监管更为有效。

## 2. 公开原则下的证券发行制度

大多数国家(地区)对证券发行的管理都采用公开原则,实行注册制,以美国的发行管理制度最为典型。强制发行人信息公开是美国联邦证券法管理证券发行的最重要、最基本的内容。针对发行市场的管理制定的《1933年证券法》,主要规定了对信息披露的具体要求。

证券发行的注册登记。《1933年证券法》要求,除非得到注册登记的豁免,任何证券的发行、销售必须在证券委员会注册登记。在该法中“证券”的定义十分广泛,包括人们通常不认为是证券的,如股权信托凭证、投资契约等。可豁免注册登记的证券包括:(1)美国联邦政府和州政府发行的证券;(2)由银行发行和担保的证券;(3)外国银行分支机构发行或担保的证券;(4)商业票据;(5)私募发行的证券等。

注册登记程序。首先,填报表格。SEC针对各种不同的发行制定了适用于各种发行人的申请注册表格。发行人需根据要求如实填写有关表格,报送SEC。注册登记表应包括下列信息:(1)证券发行人的情况;(2)即将发行的证券的情况;(3)根据通用会计准则制作并经过审计的财务报表。注册登记表由两部分组成:一部分是为投资者准备的招股说明书,向投资者公开提供;另一部分是一些备查文件,不发送给投资者,存放在SEC供投资者查询。在这一阶段,不得有任何推销证券的行为,或口头或书面出售证券的要约,发行人也不得发布新闻或进行吸引投资者对发行证券有兴趣的活动。其次是等待注册申请文件生效。注册申请文件送交

SEC 后,如果该委员会没有提出任何异议,则自申请文件提交日起 20 天后自动生效,如果 SEC 要求发行人对注册文件进行补充或修正,则注册文件在最后补正文件送达之日起 20 日后生效,在等候注册文件生效的期间,发行人和承销商可以对证券发行进行宣传,作口头要约,但不得进行实际销售。最后是正式发行。注册生效后,发行人需将印制好的招股说明书散发给每一个投资者,证券的销售活动才能正式开始。

违反证券注册登记和信息公开要求的责任。对于任何不按照《1933 年证券法》和 SEC 根据该法制定的条例与规则的要求进行注册登记的行为,包括未进行注册登记而发行证券,及在注册文件中谎报、漏报有关重要信息资料并蒙骗 SEC 使注册生效的,证券的购买人可提起民事诉讼,对证券发行人、签署注册登记文件的人、发行公司董事及高级行政人员、参与该证券承销的证券经营机构以及参与注册文件起草、审定并在上面签字的会计师、律师等专业人员追究民事赔偿责任。SEC 也可随时发出命令停止注册的生效,或提起刑事诉讼,追究责任人员的刑事责任。

通过考察美国的证券发行程序可以看出,在美国,证券发行只受信息披露制度的约束,而发行人的情况以及所发行证券的数量、质量等,均不作为发行审核的要件。证券管理机构的职责是审查发行人所披露的信息是否全面、真实、准确,以保证信息披露制度的贯彻,而不对证券发行行为及证券本身加以判断。政府对证券发行管理的目的,是要求发行人披露与发行有关的一切信息,使投资者能够据此作出正确的投资判断,而不是代替投资者进行判断。因此,发行注册并不能成为投资者免受损失的保护伞。美国的证券发行注册制度运行了几十年,不断发展和完善,许多新兴证券市场国家在制定其证券发行制度时纷纷加以借鉴。

### 3. 实质审查原则下的证券发行制度

采用实质审查原则,对证券发行实行核准制的主要是一些欧

洲国家,如法国、瑞士等,以及东南亚一些新兴证券市场的所在国,如菲律宾等。

法国的证券交易所委员会(以下简称“交易所委员会”)是证券主管机关,负责证券市场的监督和管理。交易所委员会相当于美国的 SEC,依政府 1967 年 9 月 28 日命令而设立,它是由政府资助的一个公共机构,负责制定和实施关于证券发行及市场结构的政策,具有一定的独立性。政府通过 1968 年 1 月 3 日的法令确认了交易所委员会制定的规则的效力。

在法国,发行股票由于涉及公司的设立或增资,首先需获得管理公司注册的商业法院的核准。一旦获得法院的准许,发行人应就发行在法律公报上公告。此外,发行面值超过 1 500 万法郎的债券需经财政部批准,对其他证券的发行则没有这种要求。实践中,所有的证券发行都要通知财政部,以便被列入银行和承销商遵循的非正式的排队等待名单中。

任何证券的发行都要遵守披露的要求。发行人被要求进行广泛的披露,首先要做一个关于发行人和发行的法定公告,在认购开始前发布在官方刊物上。更重要的是在招股说明书中做充分的信息披露,并将发行书向交易所委员会提交。有关招股说明书的内容,规定在政府 1973 年 10 月发布的一个行政指令中,包括公司的资本、公司的目的、期限、注册地点、注册时间、出资的详细情况、公司章程中对股票买卖的限制、召集股东大会的程序以及发行证券的详细情况等,同时还需提交发行人的公司章程、最近五年的年度报告和关于银行收费的详细资料。交易所委员会根据招股说明书的披露决定是否批准发行。

没有招股说明书,或没有通知交易所委员会并得到它对发行及招股说明书的批准而公开发行证券,是一种违法行为,发行公司的董事、高级管理人员,或在某些情况下的证券销售商可能被起诉,承担刑事责任或民事赔偿责任。

## 二、上市制度的治理机制

各国(地区)证券交易所均订立一定的实质性标准作为审核上市的条件,称为上市审查基准。这些基准一般由交易所等自律机构制定,并得到政府监管部门的批准或认可。它们集中反映了如下若干上市监管目标:促进信息的即时公开与对称性,使潜在投资者可以获得对证券买卖及价格有重大影响的任何资料,从而对拟上市的证券作出全面评估;维持证券价格信号的合理性与公正性;确保证券的流动性;保护投资者利益,尤其是上市证券的所有持有人均须受到公平及平等待遇,并促使证券发行人董事在整体上本着全体股东利益行事。

上述出发点与政府证券监管目标完全吻合。具体来说,上市审查基准包括:

### 1. 规模基准

通常使用证券发行量、公司资本额和拟上市证券市场价值三项规模指标,上市条件中的公司资本一般指实有资本或有形净资产。比如,东京证交所(TSE)规定:上市股票数为东京周边公司600万股以上,东京周边以外的公司2000万股以上,股东资本(纯资产)金额为10亿日元以上且每股100日元以上。中国香港联交所则以拟上市证券市场价值为标准,规定新申请人为公众人士所持有的证券预计市值不得少于5000万港元,上市时新申请人的预计市值不少于1亿港元。从技术上讲,证券市值是公司资本等因素的动态反映,在标准设计时甚至比公司资本额更为重要。规模基准的重要性在于:(1)规模过小的公司或数量过少的证券不能保证交易量从而降低市场流动性;(2)上述情况相对增加管理难度和监管成本;(3)该类证券易于被操纵进而引起股市波动,加大市场风险;(4)资本雄厚的公司相对来说经营安全度高,不易破产;(5)大公司对于信誉的注重有助于缓解投资者与上市企业间的信息不对称。因此,规模基准反映了对市场流动性和市场稳定性的

考虑和对投资者利益的关注 相对减少了市场风险。

## 2. 证券持有分布基准

该基准涉及两个方面 :其一是上市公司的股权分散状况 ;其二是少数特定持股情况 ,因为所发行的证券中一部分可能由与企业具有特殊关系的个人或法人持有 ,如发起人、证券承销商、控股公司、往来客户等 股权分散必须达到一定数值或比例 ,从而保证上市股票具有足够的流动性和交易规模 ,同时避免大额持有人轻易影响或直接操纵股票价格。英国 1986 年的《金融服务法》和伦敦证交所(LSE)编制的《上市规则》规定 ,公司注册股东应超过 70 万英镑 ,且至少 25%的股份为社会公众持有。纽约证交所(NYSE)规定 ,公司至少应由公众持有 100 万股股票 ,且至少需 2 000 名股东每人持有 100 股以上。TSE 则按上市股票规模划定三个档次的股东人数下限。特定对象的持股情况既涉及潜在交易量大小 ,又关系到内幕交易的可能性和操纵问题。TSE 规定少数特定者持股数须低于 80%(到上市后第一次决算期在 70%以下)。证券持有分布基准体现了如下管制目标 :保证市场流动性、抑制市场操纵行为和内幕交易的发生。

## 3. 经营基础基准

经营基础基准又可细分为上市公司的开业年限、盈利能力、资本结构、偿债能力等若干方面。一系列财务指标如资产负债比率、利润率、每股收益、每股净资产、分红派息额等以及能够充分反映财务指标的一定的经营年限 ,是考核上市申请者的收益性、安全性、稳定性和未来发展前景的重要依据。如 TSE 规定 ,申请者最近 3 年间的收益依次不得低于 2 亿日元、3 亿日元、4 亿日元(含税) ,最近 3 年每股收益高于 15 日元 ,最近 1 年原始股收益金每股 20 日元以上。LSE 则规定 ,公司须有至少 3 年的经营记录并上交最近 3 年的汇总审计账目 ,所呈财务信息须按国际会计标准或英美现行会计标准编制 ,并按以上标准经独立审计。可见 ,即使在自

由市场经济体制下采用证券发行注册制的西方国家,资本市场也绝非资金短缺企业可任意踏入的融资天堂。各国(地区)交易所对上市企业盈利能力和经营状况的评判和条件约束,在本质上仍是证券市场信息问题的表现。上述基准以专业人员(如注册会计师等)的专业化审核为保证,增强了上市企业的透明度,消除劣质企业可能有损于投资者利益的信息优势。通过信息成本的节约,提高资金盈余部门(投资者)与筹资者之间的资源配置效率,客观上优化了资源配置,降低了证券投资的风险性。

#### 4. 其他基准

其他基准包括:公司在所属行业中的相对地位及行业发展前景,要求年限中的财务报表中没有虚假记录,经注册会计师审计公认,制作的证券符合法定要求,如股票票样格式等,无证券的让渡限制等。

### 第三节 事中治理机制与公司治理

上市公司进入证券市场以后,依然受到证券市场的严格治理,这其中包括对内幕交易的监管和操纵市场的监管。内幕交易和操纵市场行为严重扭曲证券市场的价格,对内幕交易和操纵市场行为的监管历来是各国(地区)证券市场监管的重点。通过对内幕交易和操纵市场行为的监管,使证券市场的价格能够真实地反映证券的价值,有利于市场机制的发挥。

#### 一、内幕交易的监管制度

##### 1. 内幕交易及其监管制度的起源

(1) 内幕交易及起源。内幕交易(Insider Trading)是指公开发行有价证券的公司董事、监事、高级管理人员或主要股东等内幕人员,利用其地位、职务或业务关系,获取发行人尚未公开的影响证券价格的重要信息,进行证券交易,以获取利益或减少经济损失

的行为。从本质上说,证券内幕交易是一种不公平竞争,是知情者对普通投资者的一种证券欺诈,是对证券市场健康发展的一种破坏。最典型的内幕交易案例是美国历史上著名的“海湾硫磺公司案”。1963年下半年,美国德克萨斯海湾硫磺公司在加拿大东部勘探时发现一座很大的硫磺矿(这一矿藏后来被证明是本世纪发现的最富的硫磺矿),尽管钻探结果早已作出,而且该公司还购买了矿区周围的土地以备开采之用,但这一消息一直没有公布。在此期间,该公司的许多行政负责人、工程师、地质师、律师及其亲友却大量买进该公司的股票,购买价格在每股18~30美元之间,有的还做了大量买入选择权的期权交易。直到加拿大矿业部公布这一探测结果后,公司才向社会承认这一事实真相。探测结果公布当天,该公司股票的市场价格即上涨一倍,此后股价一路上扬,3年后高达每股160美元。先期购买该公司股票的知情者在抛售股票过程中获取了很大的收益。<sup>①</sup>由此可见,证券内幕交易对广大投资者来说极为不公平,损害了证券市场“公开、公平、公正”的基本原则。正因为如此,许多国家(地区)均将禁止证券内幕交易作为证券市场法律监管的一项重要内容,通过法律管制内幕交易。有些国家(地区)甚至制定专门的单行法规规制内幕交易,如美国的《内部人交易制裁法》、《内部人交易与证券欺诈执行法》,英国的《1985年公司证券(内部人员交易)法》,德国的《内幕交易规则》,我国香港特别行政区的《证券(内幕交易)条例》以及我国的《禁止证券欺诈行为暂行办法》等,都对禁止证券内幕交易作出了明确的规定。对内幕交易进行法律监管已成为国际社会和各国的共识。

(2) 内幕交易监管制度的由来及发展。在证券市场发展的初期,人们还没有认识到内幕交易对市场的危害性,法律也没有禁止内幕交易。随着证券市场的发展,内幕交易日益增多,严重危害了

---

<sup>①</sup> 陈晓.论对证券内幕交易的法律规制.民商法论丛第5卷,法律出版社,2000.

投资者的利益,打击了投资者对证券市场的信心。以美国为例,20世纪20年代,证券市场内幕交易盛行,极大影响了证券市场的稳定发展。美国参议院在1929~1933年第一次世界性经济危机过后,对证券市场的经营活动进行了调查,发现证券业存在着严重的舞弊行为,纽约证券交易所竟有上百种挂牌股票的价格受到操纵,一些人利用内幕信息大发横财,使广大投资者的利益受到极大的损害,成为当时证券市场大崩溃的原因之一。因此,社会各界普遍要求政府立法管制证券市场。《1934年证券交易法》首次以法律的方式禁止包括内幕交易在内的各种证券欺诈行为,该法第10条(b)项及SEC据此制定的规则10b-5,成为管制内幕交易的主要法律依据。即使如此,内幕交易仍然屡禁不止,从而导致《1984年内幕交易制裁法》和《1988年内幕交易与证券欺诈执行法》的出台,对内幕交易采取了更加严厉的法律管制措施。

日本在第二次世界大战后制定其《证券交易法》(1948年)时效仿美国的证券法,规定了禁止内幕交易的条款,以及公司管理人员、主要股东买卖本公司股票的报告义务及令其向公司提交6个月以内买卖公司证券(即内部人短线交易)差价的条款。但在1953年对《证券交易法》进行修正时,删除了公司管理人员及主要股东的报告义务,并使提交短期买卖差价的规定无法操作,致使日本成为内幕交易的天国,内幕交易的丑闻一再见诸报端。1988年,证券交易审议会着手修改《证券交易法》,重新又订入了内幕交易规制条款。

其他国家如英国、加拿大、法国、德国、意大利、荷兰、新加坡、瑞士、澳大利亚等国家均以不同方式对内幕交易进行法律监管。

## 2. 内幕交易监管的理论依据

尽管证券内幕交易对证券市场是有害的,它动摇了投资公众对股市的信心,破坏了证券市场的正常交易秩序,应严格加以禁止。然而,是否应当以法律手段规制内幕交易行为,立法价值何

在理论认识上一直存在分歧。主张以法律手段规制内幕交易的人,试图以法律的强制性防止并克服内幕交易造成的市场不公平。他们的理论包括:

(1) 不公平理论。这种理论认为,投资者有获得信息的平等权利,这是证券市场的基础,是确保市场公平运作的前提条件。而公司的董事、高级职员、大股东等内幕人员,他们因地位或业务关系较其他投资者具有获得内幕信息的优势,如果允许他们利用内幕信息进行交易,对其他不知悉该信息的投资者来说是一种不平等的行为。任凭知悉内幕信息者滥用信息获益,是对广大投资者投资权益的侵害和对市场公开、公平原则的践踏。此理论最初由美国法院在 *Cady Robert & Co.* 一案中提出,它对各国(地区)禁止证券内幕交易立法有重大的影响。例如,欧洲共同体委员会在制定《内幕交易指令》时就认为,“内幕交易破坏机会的平等和投资者对证券市场的信心,阻碍了证券市场的正常运作”,而欧洲理事会制定《内幕交易公约》的基本原因也在于“规定内幕交易的责任有助于促进和保护在市场获得信息的平等权利”。

(2) 受托人责任(Fiduciary Duty)理论。根据美国各州公司法的规定,公司的董事、高级职员和代理人对公司负有一种类似受托人的责任,应以合理的谨慎履行其职责。内幕人员进行证券内幕交易违反了其对公司和股东承担的这种责任。因此,公司有权要求将其交易的收益归公司所有,股东也可对其提起诉讼。美国法院在 *Charella* 诉 *United States* 一案中指出,承担证券内幕交易的责任“以交易双方因信任和信赖而产生的披露义务为前提”。

(3) 信息滥用理论。虽然只有董事、监事及高级管理人员才对公司负有受托人责任,但公司普通雇员和为公司工作的承销商、会计师、律师或顾问等,用其从公司获得的重大的、非公开的信息对第三方公司的证券进行交易时,尽管他们不负有受托人责任,但是他们对服务的公司负有不得利用服务中所得到的信息为个人

谋利的义务。如果滥用此信息,就违反了其义务。

(4) 资本成本理论。该理论认为,内幕交易延缓了公司信息的披露,阻碍了证券市场的运行。根据有效资本市场假说,证券价格应迅速、准确反映市场信息,并通过市场使证券价值得到准确评价。由于获知内幕信息者只注重内幕信息的持有和信息对市场价格的影响,因而只有待内幕交易完成时,才会彻底公开全部信息,这必然构成信息公开障碍。延缓公司信息的披露则阻碍了证券的真实价格的形成。此外,内幕交易还可能造成证券市场的不稳定。这些都将损害投资者对证券市场的信心,从而使公司筹资的成本提高,降低证券市场资源配置的效率。

虽然大多数国家(地区)监管内幕交易的立法已经通过和施行,但仍然有人反对用法律手段解决内幕交易问题,其理由是:(1)内幕交易不损害任何人,至少对市场交易没有害处。因为,无辜的买卖者与知内情者达成交易,是出于双方自愿。既然交易价格由其自愿协议,因而也就无理由抱怨内幕交易不公平。(2)内幕交易是对企业家的褒奖手段,企业家通过内幕交易得到的利益是对其聪明才智和管理行为的报答。(3)即使内幕交易有害,但因为内幕交易渗透广泛,几乎无法控制,管理的成本早已高于管制带来的效益,得不偿失。因此,尽管证券内幕交易是一件不好的事情,但政府应该让市场来作出决定,由市场的力量来除掉它,而不是由政府来处理它,政府有其他更重要的事情要处理。

我们认为,内幕交易造成的市场不公平是显而易见的。这种不公平降低了投资者的获利能力,损害了投资者的利益,造成了投资者对证券市场的不信任。如果任凭内幕交易泛滥而不加以监管,必然会使广大投资者因信心不足而退出市场,造成“劣币驱除良币”的后果。因此,用法律手段禁止内幕交易,从而保证投资者在平等的基础上竞争,保证证券市场按照“公开、公平、公正”的原

则稳定、有序的发展,是十分必要的。

### 3. 内幕交易的形成

内幕交易由内幕人员、内幕信息和内幕交易行为构成。

(1) 内幕人员是指承担证券内幕交易责任的主体,对内幕人员的界定是禁止内幕交易法律制度的基础。各国(地区)证券法对内幕人员的范围规定有所不同。有的国家(地区),如德国、新加坡、法国等对内幕人员的范围界定较窄,只包括可能接触或获得内幕信息的人员;有的国家(地区),如美国、我国台湾地区等对内幕人员范围的界定较宽,不仅包括可能接触或者获得内幕信息的人员,而且包括接受内幕信息的人员。

由于内幕人员是内幕交易的主体,也是监管机关最重要的防范对象,因此界定内幕人员的含义和范围对便利执法和司法均具有重要意义。值得注意的是,法律界定的内幕人员的范围不断地扩大。最初内幕人员只限定在发行公司的董事、监事、高级管理人员等公司内部人员的范围内,后来将公司外部因业务关系而获取内幕信息进行交易的人员,诸如会计师、律师等也列入内幕人员的范围,而美国、日本等国甚至将内幕人员的范围扩大到从公司内部人员或有关人员处得到内幕信息而进行交易的人。这种内幕人员范围不断扩大的现象反映了禁止内幕交易法律的不断完善,也反映了各国反对证券内幕交易的决心。

(2) 内幕信息是指为内幕人员所知悉的、尚未公开的和可能影响证券市场价格的重大信息。构成内幕信息有两个要件:第一,该信息未被投资公众所知悉,即公司尚未公开披露该信息;第二,该信息为重大信息,一旦公开将会影响该公司证券的价格。

(3) 内幕交易的行为方式表现为,行为主体知悉公司内幕信息,且从事证券交易或其他有偿转让行为。内幕交易行为具体包括:内幕人员利用内幕信息买卖证券,或者根据内幕信息建议他人买卖证券;内幕人员向他人泄露内幕信息,使他人利用该信息进行

内幕交易 ;非内幕人员通过不正当的手段或者其他途径获得内幕信息 并根据该信息买卖证券或者建议他人买卖证券 ;其他内幕交易行为。

## 二、操纵市场的监管制度

### 1. 操纵市场行为及类型

操纵行为(Manipulation)是指人为变动证券价格 ,引诱他人参与与证券交易从而为自己谋取利益的行为。资本市场操纵行为主要方式有洗售、联手操纵、连续交易以及散布、制造虚假信息等基本方式。

(1) 洗售。又称虚买虚卖或虚售 ,其基本特征是交易后证券所有权不发生实质性转移。其典型形式有两种 :一种是同一利益主体同时给两个证券经纪商分别下达预先配合好的委托 ,经由一个经纪商负责买进 ,另一个经纪商卖出 ,所有权并不发生实质性的转移 ;另一种是同一利益主体只委托一个经纪商 ,指令经纪商将其拥有的证券通过不同账户进行交易。显然 ,这种自买自卖的证券交易也同样没有发生所有权的实质转移。

(2) 联手操纵。这是指两个或两个以上的利益主体进行约定的分工与合作 ,通过合谋或集中资金 ,联手操纵证券市场的价格走向。联手操纵一般是证券市场上一些大的机构为了在证券市场形成垄断而采取的一种方式 ,它又可以分为联手洗售、相对委托、联档做对等形式。

联手洗售是指两个或两个以上的交易者所组成的从事洗售行为的团体 ,他们相互买进卖出一定数额的证券 ,但实际上并不进行证券和款项的实质交割。联手洗售从其行为的性质看 ,它既是联合操纵 ,又是一种洗售行为。而从其方式看 ,则包括买卖双方事后相互归还价款和股票 ,或者一直持续进行买进、卖出 ,直到将股票价格操纵至所希望的价格水平。

(3) 相对委托。又称合谋 ,是指行为人以影响市场行情为目

的,与他人合谋,分别扮演买方和卖方的角色,各自按照约定的券种、数量、价格达成交易的行为。由于相对委托是买卖双方在以私下合谋方式进行的行为,因而隐蔽性很强,对市场秩序的破坏性最大。联档做对是几个行为人声东击西联手对敲,按预定的计划进行交易活动,以制造对自己有利的行情态势。

(4) 连续交易操纵。其是指为诱使他人购买或出售某种证券,自行或与他人联合对该证券实施连续的买卖,制造该证券一种虚假的交易繁荣之表象,以达到抬高或压低该证券价格的行为。这种行为一般既可以使证券的价格被虚假的抬高,又可以使证券价格被人为地压低,具体操作上只要采取在市场上连续以高价买进或连续低价卖出即可实现。

还有一种操纵市场行为,就是在市场上不断地散布、制造虚假信息或不实材料。由于市场价格完全受到信息信号的影响,因而这些虚假的信息与材料将完全有可能对信息不完全对称的资本市场价格产生直接或间接地作用,误导投资者。

## 2. 操纵市场行为监管的理论依据

在西方经济学关于市场理论的分析中,资本市场被认为是竞争机制充分发挥作用的场所,而竞争机制恰恰是市场机制最本质的内在实质。离开竞争,资本市场一天也不可能正常运行。因此,资本市场秩序稳定而富有效率的标准就是要建立一系列保护竞争的制度与规则。

按照西方经济学中的市场理论,最理想的市场是完全竞争的市场,但完全竞争的市场条件仅仅是存在于经济学教科书本上的理论假定,在现实经济中是不存在的。美国经济学家克拉克为此曾明确指出:完全竞争过去没有,现在或将来也不会存在。所以,为了有效地发挥竞争机制作用,人们设计了一套有效竞争的标准,内容主要包括三个方面:结构、行为和绩效。市场结构标准是从相关市场的长期性组织出发的,它要求市场上必须有足够的竞争者,

以便维护竞争性的市场结构。根据这种理论,政府干预市场的目的是调整市场结构,防止垄断者或者垄断趋势的出现。如果市场的结构是竞争性的,企业的市场行为一般就是合理的,政府也不需要监督和干预企业的市场行为。<sup>①</sup>

市场行为的标准是为企业提供关于市场行为的规范。政府应当出面制止的是那些在资本市场上损害其他企业自由权利或者使消费者的利益受到损害的市场行为。由于大企业拥有较强的市场实力,容易操纵市场,滥用市场优势,而且大企业的不正当市场行为比小企业的不正当行为会对市场竞争环境造成更大程度的干扰与危害。所以,市场行为标准对大企业提出了更高的要求,政府对企业市场行为进行监督与管理的对象主要是大企业。

市场的绩效标准是指市场是否获得了所期望的结果。判断市场绩效的标准主要是企业在市场交易中是否取得了利益的增值,即实现了投入与产出比率的最大化。当然,市场价格能否真实反映市场供求关系,应当是检验市场效率的最基本的标准。

资本市场操纵行为本质上是一种市场垄断行为,它的存在是对资本市场公开、公正和公平竞争原则的破坏,并最终导致市场交易秩序混乱和低效率。

资本市场的操纵行为本质上是一种垄断行为,它窒息了市场上的有效竞争。从市场结构标准来分析,垄断的产生使市场的集中度过高,而市场的过度竞争又会加剧垄断的形成,结果就有可能导致企业市场行为的非合理性;从市场行为的标准分析,由于垄断企业在市场交易中处于一种支配地位,因而极有可能在与其他投资者的交易中滥用这种市场垄断优势。最后,从市场效率标准来看,垄断会造成市场价格关系的严重扭曲,使价格不能真实反映资本市场供求变化,并最终导致资本市场最基本的资源配置功能失

---

<sup>①</sup> 麦克尼尔,《新社会契约论》,中国政法大学出版社,1994。

效。

资本市场的操纵行为破坏了市场公开、公正和公平的竞争秩序,它以损害他人利益为出发点,凭借操纵市场的垄断权利,给市场造成剧烈的震荡和危害。

#### 第四节 事后治理机制与公司治理

事后治理主要通过退市制度来实现。退市机制是实现上市公司优胜劣汰、保证市场整体质量和持续发展的重要制度。它的建立和实施将为多层次市场体系的建立、上市公司运作的规范和投资者合法权益的保护奠定有利的基础。

##### 一、退市制度与公司治理

##### 1. 建立退市制度的必要性

证券市场的退市制度是证券交易所为实现上市公司优胜劣汰,保证上市公司的总体质量,维持市场持续发展而采取的重要措施,也是实现证券市场功能的必然要求,这主要表现为以下三个方面:

(1) 退市制度是建立多层次市场体系,维护证券市场信誉的需要。在证券市场中,投资者主要关注的是公司未来的盈利能力和市场拓展能力。由于信息收集成本较高,投资者与发行人相比存在着信息不对称的失衡问题:发行人知道上市公司的真实情况,投资者却很难分辨公司的优劣。面对优质公司和劣质公司混杂的证券市场,投资者或者只购买规模大、成立年限长的公司股票,或者是根据上市公司的平均质量支付股票价格。前一种选择阻碍了规模较小、成立年限较短的成长型公司进入证券市场,而后一种选择使高于平均质量的上市公司被挤出市场,低质量的上市公司充斥市场。其结果是市场信誉降低,上市公司的质量普遍下降。退市制度将公司划分为多个层次,以满足不同发展阶段和不同发展

水平的上市公司的需要。发展稳定、盈利状况良好的公司在较高层次的市场中进行交易,获得较高的市场价格,而发展时间较短的成长型公司虽然无法要求较高的市场价格,但借助低层次市场也获得了融资机会。这种分层次的证券市场维护了市场信誉,提高了价格信号传递市场信息的效率,促进了证券市场持续稳定的发展。

(2) 退市制度是规范上市公司运作、保护投资者合法权益的需要。投资者将资金投入上市公司后,无法了解到公司管理层的所有行动和信息,而隐藏行动和隐藏信息则产生了管理者和投资者之间的委托—代理问题,为管理者追逐自身利益提供了可能。管理者为了管理更大的公司,获取更高的收入和更多的额外津贴,会将资金投入到一些风险较大的项目中。若项目失败,可以归结为市场的不确定性而不受谴责,若项目成功,可以获取公司增长所带来的相关收益。这增加了投资者获取公司承诺的现金流的不确定性。管理者的上述行为如果得不到约束,上市公司的运作就无法规范,资金的实际效益就得不到实现,投资者的合法权益也就无法得到保护。证券市场或者沦为纯投机市场,或者无法继续吸引投资,最终将丧失其融资功能。

(3) 退市制度是促进资金合理流动和资源有效配置的需要。退市制度对原本配置不当的社会资源进行了合理的调整,建立起市场的纠错机制,减少了对社会资源的浪费。上市公司随着其产业的演变过程,即推出阶段、上升阶段、成熟阶段、衰退阶段,经历着不断创新、发展和完善的循环过程。产业的发展初期呈现出很强的不确定性,诸如潜在市场大小、产品认同程度、克服技术难题的可能性等,这种不确定性使行业内的经营策略有很大的尝试性。好与坏的经营策略尚无法判定,但快速增长为上市公司不同经营策略的长期共存提供了缓冲机会。随着时间的推移,这种不确定性将逐渐减少,产业盈利模式是否可行、技术成功与否、公司发展

前景如何,投资者已有了清楚的了解。伴随不确定性的减少,公司纷纷仿效成功经营策略,废止劣质经营策略。产业门槛的降低,又吸引了一批新公司进入到本产业中。已有的上市公司无法依赖于不确定性来保护自己不受竞争对手和新进入者的侵害。随着产业的发展,领先公司的绝对规模迅速扩大,市场份额大大增加。产业规模的扩大还吸引了已建立强大地位的公司进入到产业中(通过收购兼并或内部发展),导致某些原有上市公司经营更为困难。投资于这些公司的回报已不能超出资本的机会成本,这一部分公司退出资本市场则成为一种必然的选择。

但这种选择常常是被动的。这主要是由于信息问题降低了公司主动退出资本市场的可行性。许多公司对自身的运营趋势无法准确掌握,更缺乏对竞争对手的全面了解,因此公司经理们并不清楚应该何时退出。即使经理们知道自己目前所处的状况,他们也希望能把退出的机会留给别人,同时自己进一步增加投资。

## 2. 退市制度的作用

退市制度规范了上市公司运作,维护了投资者合法权益,遏制了隐藏行动和隐藏信息对投资者的侵害。这主要表现为以下三个方面:

一是对信息披露的准确性做出了严格的要求。上市公司应及时、准确、全面地披露公司信息,保证投资者公平地享有对公司信息的知情权,使投资者在充分知情的情况下做出决策。如美国纽约证券交易所明确规定:如果上市公司没有及时、准确、完整地向股东和公众披露信息,或在公司盈利和财务状况的报告中没有遵守会计惯例,或独立会计师对发行人最近有关财务报告出具了反对意见,上市公司就有可能面临摘牌。美国纳斯达克市场也明确规定:如果上市公司一旦出现以下情况:(1)独立会计师对发行人的财务报告出具保留意见;(2)没有及时公布影响价格变化的实质性信息;(3)交易所认为有必要防止欺诈和操纵行为,促进公平、公

正交易,保护投资者和公众利益。那么,纳斯达克市场就会暂停或终止上市公司股票的交易。

二是对上市公司实现承诺的情况提出要求。许多证券交易所将上市公司能否完成上市时或最近财务报告中的承诺情况作为退市标准之一。这使投资者可以分阶段来识别上市公司。上市公司进入证券市场获取了部分投资资金,接下来的投资将与公司初期目标是否实现相联系。分阶段投资减少了上市公司经营不佳给投资者带来的风险,同时对公司管理者起到了激励作用,使管理者集中精力来完成每一个短期目标。

三是强化了对上市公司的约束机制,促进了对上市公司的监管。公司退市降低了公司的市场信誉和公司管理者的人力资本,增加了公司融资成本,减少了公司进一步发展的能力。从美国纳斯达克市场的公司退市统计中可以看出,很少有退市公司能重新上市。公司退市所带来的股票停止交易或股价大幅下跌,使投资者承担了较大的投资风险。以纳斯达克市场1999年1~2月退市到OTC市场中的股票为例:全年股价低于1美元的有17家,占54.8%;收盘价低于1美元的有26家,占83.9%;有10家股价上涨,占32%;21家股价下跌,占68%。出于规避风险的需要,促使投资者更加关心公司的经营情况,市场对公司评价的微小变化,都会使投资者做出迅速和强烈的反应。股价下跌所引发的敌意收购和公司行将退市的压力,都增强了上市公司的危机感和努力搞好经营的自觉性。

退出制度的建立,加强了对公司持续经营能力的检验和判定,减少了无谓投资,加快这些公司退出市场的步伐,将降低延缓退市对社会资源的浪费,促进资源的有效配置。

## 二、退市的方式

### 1. 退市制度的原则

(1) 出口与入口必须一致。如果把上市视做证券市场的入

口,那么股市退出机制就是证券市场的出口。根据发达国家的退市原则,出口与入口必须一致。这种出口与入口的一致,具体包含三个方面的原则:

一是从哪儿来也回哪儿去。上市公司退市并不等同于破产,抛开自愿退市的上市公司不说,即使是被强制退市的企业,也还可以继续经营并且还具有重新上市的机会。一般而言,上市公司在上市前,都要首先进入场外交易市场,通过场外交易市场上的竞争和价格发现功能的作用来竞争上市,在公司退市后,也要回到场外交易市场并继续进行股票交易。

二是怎么来也怎么去。这涉及到股市的退出机制问题,主要有三个方面的内容:①按市场方式来也按市场方式去,无论是上市还是退市都应是市场竞争而不是行政选择的结果;②明着来也明着去,退市的规则、退市的方式和退市的过程都必须高度透明,以充分体现股票市场对运行规则和信息披露的内在要求;③公平来也公平去,无论是上市还是退市,证券交易所与上市公司都处于平等的法律地位,它们都既有平等的权利又有平等的义务,上市公司对退市决定不服的,可以要求举行听证会,甚至可以直接向法院提起诉讼。

三是由谁决定来也由谁决定去。一般而言,在退市机制方面,主要涉及到立法层次和执法层次的协调问题。就立法层次来说,《证券法》主要是规定退市的一般基准、程序和权限,证券交易所的《上市规则》则要规定退市的具体标准和具体程序;就执法层次来说,除少数国家上市公司退市要报证券监管部门核准以外,大多数国家的退市都由证券交易所决定。在这方面,我国的证券监管部门与证券交易所也应有一个明确的和具体的分工。

(2) 退市基准与上市基准必须一致。证券交易所的上市基准可分为数量基准与非数量基准。前者是对上市公司在资产、市值、持股人数和持股量、利润水平和分红水平等方面的要求;后者则是

在公司治理、财务制度和信息披露等方面的要求。相应地,退市基准也分为数量基准与非数量基准,而且这些基准与上市基准呈现出明显的关联关系。

上市基准要求什么,退市基准也要求什么。例如,纽约证券交易所的上市基准与退市基准中都包含了对总资产、净资产、经营能力、股东数量、公众持股量、总市值、最小报价和市场流动性的要求,东京证券交易所的上市基准除了要求上市股数、股东人数、利润额和净资产外,还要求在上市前一年必须有股息分配,上市后每股股息必须在5日元以上,如果企业在上市后连续5年没有发放股息,那么就不符合上市公司的持续上市基准,公司就必须退市。

上市基准的侧重点是什么,退市基准的侧重点也应该是什么。纳斯达克市场的上市基准与退市基准虽然也包括资产、收入、公众持股量、公众持股市值、股东人数、做市商数量和每股最小报价等各个方面,但从总体上来说,纳斯达克更侧重于市场的交易,更关注上市公司股票的市场价格。在全国性市场上,上市公司初始上市的股票价格不能低于5美元,在小市场体系中,上市公司初始上市的股票价格不能低于4美元。对于在纳斯达克市场上市的大多数企业来说,如果其股票价格连续30个交易日低于1美元,就会受到市场的警告,被警告的公司必须在警告发出后的90日内使其股票价格回到1美元,并且连守10日以上,否则就将被摘牌。

上市基准与退市基准中的底线只是量的差异。根据发达国家股票市场的经验,上市基准与退市基准越明确、越具体,执行起来就越简单、越有序。

(3) 退市程序与监管理念必须一致。不同的退市程序所体现的是证券交易所的不同的监管理念。纽约证券交易所奉行的是稳健原则,体现在上市和退市上,就是严进严出的经营方针。与纽约证券交易所奉行的是稳健原则不同,美国纳斯达克市场奉行进取的原则,采取宽进宽出的原则。

## 2. 退市的方式

国际证券市场上市公司退出分为三种情况。

第一种情况是上市公司因不符合上市标准被交易所宣布退市(或称摘牌),具体还可以分为三类:一是上市公司的资本规模或股权结构发生了重大变化,达不到上市要求;二是公司经营业绩或资产规模达不到上市要求;三是公司违反有关法律法规并造成恶劣影响。

第二种情况是原来在多个市场上挂牌交易的公司,经证券交易所批准,上市公司主动提出撤回上市或终止上市。

第三种情况是上市公司转为非上市公司,又称为下市(Going Private),指的是上市公司的股票或者资产被非上市公司或其他投资者收购,从而终止上市这样一种企业重组的交易形式。同扩张型重组和收缩性重组一样,下市是发达国家常用的企业重组方式。

狭义上的退市机制是指上述第一种情况,它是证券市场机制中不可或缺的一个组成部分。上市是为了促进资源有效配置,同样退市是将那些资源配置低效率的企业剔除证券市场。上市公司退出机制在成熟的证券市场已有上百年的历史,建立上市公司退市制度作为一种十分正常的市场行为,是各国(各地区)证券市场的普遍做法,也是其制度建设的重要内容之一。

上市公司退出可以是主动的战略行为,但更多的是表现为经营不善而造成的被动结果。上市公司退出是完善外部公司治理环境的重要条件,是股东能够行使“用脚投票”的依据,使得公司股票交易的价格能够对企业经营者产生有效的约束和激励作用,促使证券市场能够充分地反映公司信息,增强信息披露的透明度,实现优胜劣汰的功能。只有实行优胜劣汰,才能促使证券市场真正走向良性循环,提高市场运行效率。同时建立退出机制对于那些业绩尚可的上市公司来讲也是一种挑战。由于不同的企业处于不同的行业与产业周期,它们的经营业绩总是会有波动的,如何维持其

经营业绩的稳定性与增长性,以避免其经营业绩的大幅滑落,对它们来讲是一个持续的挑战。

退市制度主要解决两方面的问题。一是什么样的上市公司应该退市,这涉及怎样设计退市标准或持续上市标准。退市标准包括数量标准和非数量标准。数量标准主要是从上市公司总资产、净资产、股票市值、营业收入、经营能力、公众持股人数、持股量、持股市值、最小报价等方面做出规定,而非数量标准主要是从公司治理机制、信息披露等方面提出要求。二是退市公司如何退市,这涉及如何设计与安排退市程序,包括退市公司的复审程序和执行程序。而综观国际上成熟证券市场的退市制度,也主要是从解决上述两方面的问题出发,来进行具体的设计和安排。

## 第五节 监管机制的有效工具——强制信息披露制度

强制信息披露制度可以提高公司运作的透明度,有利于股东监督评价公司业绩。有效的信息披露可使股价更准确地反映公司信息,市场更有效,从而强化了资本市场对公司管理层的约束,有利于公司治理结构的改善。此外,强制信息披露制度还可以防止欺诈,保护中小股东利益,强化公司的责任。正是基于此,强制信息披露制度成为证券市场监管机制的有效工具。

### 一、强制信息披露制度的起源

强制信息披露制度起源于英国。1884年英国公司法首次提出要求,公司募股筹集资金必须提交公开说明书,公开公司的生产、经营活动、财务状况,经理人员履历等有关资料。而信息披露作为一项完整的法律制度被确立和完善则是在美国。美国在制定第一部专门的联邦证券法律——《1933年证券法》时,分析考察了当时各州的“蓝天法”及其他国家的立法,最终确立以英国法中的公开原则加上纽约州“蓝天法”中的反对欺诈作为联邦证券立法的

原则,从而制定出一部以为投资者提供证券公开发行有关的重大信息和防止发行过程中的误导、欺诈以及虚假行为为基本目标,通篇几乎全部围绕新证券发行时的信息公开披露展开的法律。《1933年证券法》使得强制性信息披露制度在证券立法中得以确认,成为美国证券法的基石。此后,美国又通过了《1934年证券交易法》等一系列证券立法,使信息披露制度逐步完善。正如美国法学家布莱恩·帕斯托里(Blain Pasztory)所说,贯穿于美国证券法律的基本原则,特别是对1933年证券法来说,是“公开”原则。<sup>①</sup>

近几年来,由于如下几个因素,信息披露在公司治理及全球资本市场中的重要性受到日益广泛的关注。

首先是因为1997年亚洲金融风暴。1997年席卷亚洲的金融风暴爆发的重要原因之一是信息披露制度不健全,缺乏可靠的会计信息,企业、银行黑箱运作,公司治理水平低下,监管机构缺乏信息、措施不利,导致金融风险未及时而累积爆发。亚洲金融危机之后,许多受危机冲击的国家“亡羊补牢”,采取措施改善治理结构,强化信息披露。如泰国在危机之后要求每一家上市公司都建立审计委员会,提高公司运作透明度。

其次是全球化。伴随着经济全球化,资本突破疆域限制,全球投资者对公司透明度的要求提高,今天,任何一家公司治理机制都有达到公平与透明的目标。

第三是监管理念的转变。随着资本市场的发展,尤其是随着强调信息披露的中小企业股票市场的兴起,监管理念发生了深刻变化,许多市场由“实质监管”(Merit-based Philosophy to Regulation)向“信息披露为本监管”(Information-based Philosophy to Regulation)转变,这对信息披露提出了较高要求。

## 二、强制信息披露制度的理论分析

美国法官布朗德斯(L. D. Brandeis)曾经说过:“公开原则好比

---

<sup>①</sup> 阎达伍,刘文华,《证券法与证券会计全书》,中国物价出版社,1997。

太阳,是最佳的防腐剂;好比电灯,是最有效的警察。”<sup>①</sup>在信息披露制度的约束下,信息披露主体以及参与人都必须依照法律规定的要求,定期或不定期地按照规定的格式和内容将有关影响市场交易价格的相关信息对社会公开。因此,信息公开披露制度在这里实际上起到了资本市场“电灯”的作用。

有关证券市场信息披露是否需要政府强制的问题,理论界为此存在两种完全不同的意见,这里主要涉及两个理论问题。

### 1. 非对称信息与负向选择问题

按照博弈论的解释,非对称信息指标指的是某些参与者拥有而另外一些参与者并不拥有,或者如果拥有将需要因此而付出额外成本的信息。非对称信息的典型案例是“旧车市场”。由于旧车市场中买卖双方对于旧车的质量信息是明显不对称的。卖主由于经过了一定时间的使用,因而对旧车的质量性能十分了解,信息充分完全。而买者对旧车的了解则完全来自卖者对车的介绍,显然,买者在交易中对旧车质量性能的信息与卖者的“诚实度”相关。如果没有一个买卖双方都依赖的第三者——政府从中进行信息对称工作,即进行诸如对旧车的质量性能进行有效检验并给予公证,那么旧车市场显然是不可能得以发展的。

资本市场类似于旧车市场,它是一个非完全竞争的、非对称信息的市场。在资本市场上,企业股票、证券的质量存在着差异,证券发行人、上市公司一般来说对自己所发行的股票、证券具有相对完全的质量信息,但市场上的其他参与者却不可能拥有完全的信息。因此,在资本市场的交易中,如果没有政府金融监管当局对上市公司、证券发行人的公开信息披露的强制规定,就必然出现市场上优劣股票、证券鱼目混珠,像商品市场秩序混乱时假冒伪劣商品充斥市场一样,造成真正的优质股票、证券被劣质股票、证券所排

---

<sup>①</sup> 庞德,《通过法律的社会控制法律的任务》,商务印书馆,1984。

斥,最终出现“劣币排斥良币”的现象。用博弈论的术语来解释,就是所谓市场非对称信息条件下的逆向选择。逆向选择会降低上市公司的总体素质,长期结果就会出现投资者信心崩溃,导致资本市场萎缩。

## 2. 资本市场成本与效益的问题

关于证券市场信息成本与效益的问题,则主要涉及上市公司、证券发行人一方因披露信息而付出的成本与市场投资者搜集信息、分析信息真伪所付出的成本两个方面。从上市公司与证券发行的角度来分析,公开披露信息是利大于弊的。本斯顿(Benston)教授的一项研究发现,在1934年美国信息公开披露制度确立之前,在纽约证券交易所上市的公司中,有62%的公司自愿披露财务信息,因为这些公司通过分析得出了一个结论:公司将从披露的信息中获利。同时,如果我们从投资者角度分析,投资者搜集、分析信息也是要付出代价的。信息作为一种公共产品,私人开发信息的成本一般是很难得到补偿的,而且由于信息非对称的特点,开发信息的成本也是相当高的。为此,中小投资者在资本市场中投资获利必须依靠“搭便车”。但是美国的另一名教授曼勒却认为,美国《1933年证券法》极大地提高了发行证券的成本,而对股东和投资者却没有什么显著利益。尽管上述有关信息公开披露的成本与效益问题有不同的争论与看法,但是当今世界各国政府的金融监管当局却始终坚持实行资本市场信息公开披露的规定。因为实践证明,要维护资本市场秩序的稳定,就必须注意保护市场上广大中小投资者的利益,而要做到这一点,为资本市场创造一个信息完全对称的条件是有利的。

有关强制进行信息披露方面的经济学文献较多,主要是在美国。例如,伊斯特布鲁克等人(Easterbrook Frank & Daniel Fischel, 1984)的《强制披露与投资者保护》、卡斐和约翰(Coffee Jr. & John C., 1984)的《市场失灵与强制披露的经济学分析》、弗克斯

和梅利特(Fox & Merritt B. ,1997)的《全球市场的证券披露》、比什瞿克和卢西安(Bebchuk & Lucian A. ,1992)的《联邦主义与公司法 州际间公司法竞争的合理界限》等。也有部分人主张 ,是否公开披露有关信息应该由公司自行选择 ,不应该通过法律强制 ,比如马西和约娜桑(Macey & Jonathan R. ,1994)的《行政机关与利益集团的形成》。本书对这些文献不作进一步评析 ,重点探讨信息披露对公司治理结构的影响。

### 三、强制信息披露制度公司治理的作用

一般认为 ,强制披露只是为了保护投资者利益 ,其实这是对强制披露制度的狭隘理解。强制披露确实有利于保护投资者 ,但是并不限于保护投资者。强制披露对于公司控制机制的运转具有以下四个方面的价值 : (1)有助于股东有效地行使表决权 ; (2)有助于经营者诚信义务的实施 ; (3)有助于控制权市场的运行 ; (4)有助于公司依靠外部资本市场 ,从而更多接受证券市场约束。

#### 1. 股东表决权

强制披露与公司治理结构关系最直接的就是帮助股东有效地行使其表决权。股东要有效地行使表决权 ,需要知晓公司情况 ,而强制披露有助于股东全面了解公司情况。在董事和经营者的选择问题上 ,到底选择新的人选 ,还是保留现行经营班子 ,股东在决策时就会胸有成竹 ,而不是糊里糊涂、不知所措。在公司章程修改、合并兼并、增资减资等重大事项决策时 ,情况亦然。

作为单个股东 ,势单力薄 ,由于“搭便车”和集体行动的影响 ,并没有积极收集公司信息的动力。大股东是否有收集公司信息并有效地监督经营者的动力 ? 答案是肯定的。因为大股东在公司中的利益较大 ,具有收集公司信息、监督经营者的动力。但是 ,只要大股东持股没有达到 100% ,仍然存在“搭便车”问题。一方面 ,收集公司信息和监督经营者的成本十分高昂 ,这些成本须独家承担 ,没有人可以分摊 ;另一方面 ,其监督公司所获得的利益则由所有股

东分享,其他分散股东越多,其监督获得的收益外部性越大。如果强制要求经营者披露公司信息,不仅避免了上述问题,而且还有以下两个方面的额外收益:一是经营者向所有股东均提供同样信息,同样信息对所有股东均有用。与其应股东要求,单独向每个股东提供信息相比,降低了成本,实现了规模效益。二是如果是单个股东向公司要求信息,公司所提供的信息属于内幕信息,该股东只有等到其公开之后,方可利用其进行证券交易。否则,就构成内幕交易。通过强制披露制度,公司向所有股东均提供同样信息,则可以避免这样的问题。因为所有股东得到一样的信息,而且是公开的,不存在内幕交易问题。

## 2. 经营者诚信义务和报酬激励

欲知道经营者是否违反诚信义务,股东需要知情。如果对公司情况一无所知,也就无从知道经营者是否违反诚信义务。如果没有强制披露制度,即使发生违反诚信义务的情形,经营者也会采取瞒天过海的办法,予以遮掩,不予公开。当然,股东可以代表公司向经营者提起派生诉讼。这是股东的权利。问题是股东对公司情况一无所知或者知之甚微,怎样才能找到充分的证据?如果允许没有充分证据就起诉经营者,则容易被部分股东滥用,利用派生诉讼敲诈公司经营,这种情况时有发生。通过强制披露制度,股东就可以知晓公司情况,藉此判断经营者是否履行其诚信义务。如果发现违反诚信义务的情形,可以依据证券法予以起诉,而不是公司法,这样对股东更为有利。当然,我们不能对此期望太高。强制披露只是有助于实施经营者的诚信义务,并不能完全解决诚信义务的实施问题。究其原因,即使要求公司经营者如实披露情况,但是是否披露以及披露的范围和深度实际上都操纵在经营者手中,经营者还有可能避免披露或者只是蜻蜓点水,避重就轻。

公司信息披露范围越宽,公司股价越准确,以股价为基准的经营者报酬的风险越小,股东和经营者均愿意让更多的经营者报酬

与股价挂钩。各国尤其是英美等国越来越倾向于要求经营者和董事报酬与公司业绩挂钩,强制披露制度有助于激励措施的实施。

### 3. 控制权市场

控制权市场要发挥作用,同样需要充分的信息。信息越充分,收购者对情况的判断越准确,其所支付的收购价格越准确,从而有助于增强控制权市场的约束作用。强制披露制度有助于收购者获得更多信息,充分评估目标对象的情况,从而确定是否收购、何时收购、以何种价格收购。如果信息不充分,股价并不准确,潜在收购者可能认为虽然自己可能比现任经营者好,但是股价太高,不值得收购。如果信息充分,股价是准确的,就不至于出现这种情况。现任经营者不至于成天贪图缔造公司帝国,乱铺摊子,虽然为其自身获得了较好的形象,但是公司净现值为负数。只要披露范围足够宽,上述情况就无处藏身。

### 4. 外部融资成本

强制披露有助于制约经营者内部融资的偏好,公司更多依靠外部融资,接受证券市场约束,于社会也有益。如果股价不准确,股价过低,经营者可能会放弃一些颇有前景的投资项目。如果股价过高,经营者可能会投资一些根本没有前景的项目。实施强制披露制度,提高股价的准确性,有助于减少这类问题的发生,节约资本成本。

## 四、强制信息披露制度的主要内容

### 1. 信息披露监管的意义和要求

纵览各国(地区)政府监管者和证券交易所对证券发行、证券上市乃至上市后的上市公司管理的整个监管过程,可以发现,贯彻这一监管过程的核心是对信息的监管,即实施持续性的信息披露管理或称资讯公开管理。持续性信息披露监管制度的关键目标是解决证券市场信息失灵问题,通过资讯公开来消除上市企业及其大股东和经理与普通中小投资者间存在的信息不对称。作为证券

市场运作的基石,其主要意义在于:(1)持续性信息披露管理的制度机理在于大大降低普通投资者获取信息的成本,提高证券市场信息的完全性和有效性。(2)保护投资者利益,维持投资者对市场的信任和信心。通过强制信息披露杜绝证券欺诈等不良行为,使投资者得以充分而及时地了解筹资主体的真实情况,避免不应有的投资风险。(3)有效约束证券发行者和相关人员的行为,使公司的经营业绩和重大事项能及时成为投资者利益权衡时的参考依据。(4)信息披露制度督促上市企业不断改善经营管理,从而提高企业经营效率和资金运用效率。(5)在上述因素的促进下,增强证券市场的优化资源配置的功能。信息披露监管对信息公开具有三大要求:第一,充分披露。体现了对信息披露量的要求,即要求当事人依法充分公开所有可能影响证券市场主体利益的信息。第二,准确披露。体现了对信息披露质的要求。这种准确性包含对所公开信息的重要性的要求,即所谓有效披露。第三,及时披露。体现了对信息披露时效性的要求。及时性意味着信息公开的迅速性和被全体投资者知晓的同时性。即通过第一时间的披露要求来减少内幕交易的可能性,从而提高信息效率。

就信息披露管理的内容而言,存在三处技术上的难点。第一,信息重要性的评判。重要性问题直接关系到披露者信息公开义务的范围。对此至今尚无普遍接受的客观标准。一般来说,信息重要性应视该信息的公开是否足以影响证券交易者对该证券或其他相关证券的交易决策与行为而决定。可见,信息披露的有效性标准本身具有相对性。美国联邦证券法未对重要性标准加以明确,主要通过判例形式确定。近年来,SEC订立如下标准,即如果一项事实在理性股东作出考虑后,认为它具有实在的重要性,即其披露将大大改变目前可获信息所造成的混淆不清的状况,则视为重要。第二,预测性信息问题。以美国为例,SEC长期禁止在登记文件中采用预测性财务信息或其他信息,以免产生误导或滋生欺

诈。但监管实践证明,这“可能妨碍了投资者获得希望得到的信息”。SEC于1979年通过《规则175》,在规定一系列属重要误导和实质性遗漏的例外的同时,指出预测性说明若具有合理基础并作完整表示则不应被认为违反欺诈条款的行为。因此,界定预测性信息的合法性质已成为监管的难点之一。第三,信息的可被接受性,由于信息披露接受者在知识结构和分析能力上参差不齐,且此类情形在不同市场间显得更加明显,这种不确定性迫使监管者在制定信息披露规则时必须权衡披露内容的通俗性与专业性的比重与统一。

## 2. 信息披露制度的主要形式

根据信息披露当事者所处阶段的不同,信息披露可分为发行和新股票上市的初次披露管理和上市后的持续披露管理。前者的披露形式主要是招股说明书和上市公告书(说明书),后者的披露形式主要是定期报告和临时报告。在形式上和内容上两者均反映了信息披露的充分性要求。

(1) 招股说明书。它既是含有股票发行条件的法律文件,也是向潜在投资者发出的认购所发行股票的书面要约。美国《1933年证券法》规定了招股说明书所包含的内容:发行人的名称、所在地及主要营业地名称;发行人的董事和经理人员的姓名及其报酬,以及大股东的姓名和住址;发行人前三年的各类财务资料,及前三年所发行和销售的证券及其收益;公司所经营的事业,包括开始营业期、过去五年的重大发展、主要国内外市场、同业竞争状况、对主要客户的依赖;股票承销人的基本情况,所筹资金的用途,等等。

(2) 上市公告书。它是股票上市申请人在其股票于证券交易所上市交易前,向公众投资者陈述相关情况的公告性法律文件。该文件通常受国家(地区)法规和交易所上市规则的双重约束。比如,伦敦证交所要求上市说明书(按1986年《金融服务法》规范要求编制)包括以下主要内容:关于该文件的负责人员、审计人员和

其他顾问的信息 ;关于正在申请中的股票的信息 ;关于公司及其股本的一般情况 ,包括股权结构、股本变动、各级股票权利等 ;对公司业务范围尤其是主营业务的陈述 ,有关销售额与雇员信息 ;公司资产负债、财务状况与损益等 ,包括最近三年的财务报告 ;关于公司管理层信息 ,包括董事与公司所签合同及持股数量 ;有关公司发展和前景预测 ;任何其他有助于正确掌握公司及其证券情况的信息。

(3) 定期报告。它是股票发行人按证券法规和交易所规则 ,一般以固定要求格式定期向投资公众披露其经营状况和财务状况的法定形式。定期报告主要包括年度报告和中期报告 ,有的国家还设有季度报告。在美国 ,关于证券公开发行的信息公开要求由《1933 年证券法》规定 ,而关于证券交易的连续信息公开要求由《1934 年证券交易法》规定。后者第 13 条(a)规定 ,上市公司须向 SEC 与交易所提交年度、季度报告以及临时报告 ,第 13(b)则要求上市公司建立和维持内部财会管理制度 ,制作并提交能详细、准确、公平地反映发行人之资产交易与财务状况的报表与账册。年度报告应在准确公开过去年度财务资料的基础上 ,陈述公司管理人员对财务状况和经营结果的检讨。中期报告应准确公开某财务年度前 6 个月的营业与财务状况 ,并可向投资者提供预测年度业绩的中期资料。各国(地区)证券立法对定期报告书的内容与格式一般都作较为详细的规定 ,如美国年度报告以表格 10 - K 为准 ,季度报告以表格 10 - Q 为准。部分证券交易所还规定定期报告书须载明交易所要求的资料 ,如中国香港上市公司须遵守《公司条例》附录 10 和《联交所上市规则》附录 7 的公开资料要求并披露其他财务信息。定期报告书是企业经理大股东与投资公众间内容最具充分性和完整性的交流工具 ,使后者得以全面了解公司业绩与状况。

(4) 临时报告。它是指发生对有价值证券的投资判断有重要影响的事件时 ,不论该信息对公司财务业绩状况是否有利 ,上市公司

都应及时公布该信息的制度形式。各国(地区)证券法规一般均规定向政府监管部门和交易所双方呈交临时报表的义务。定期报告制度具有信息公开滞后性的缺陷,不能及时满足信息披露的时效性需要。为弥补这一缺陷,使影响投资决策的公司突发事件的发生得以被投资者及时、迅速地知晓,各国(地区)交易所一般都列明上市公司必须临时报告的具体事项。如在中国台湾证交所专门制定的《对上市公司重大讯息之查证暨公开处理程序》中,所谓“重大讯息”多达 27 项。临时报告制度的监管难度集中于如何评判某项讯息的披露必要性(重要性)和如何保证信息公开的及时性。加拿大多伦多交易所的标准是要求上市公司即时公布“被合理地预料会影响证券价格的公司事务的实质性变化”。NYSE 则以“可能对其上市证券的行情带来重大影响的任何信息或新闻”作为衡量水准。至于提交临时报告的时间,各国成文法的规定略有不同。“重大讯息”的界定困难和“及时披露”在技术上的难度,使得上市公司规避信息披露监管的可能性增加,临时报告管理由此成为证券交易所乃至政府管理部门实施日常信息披露监管的重点所在。对此,交易所应更严格地依靠证券法规和自律规章规范上市公司的临时报告行为。

### 3. 上市公司股票交易和股权变动的披露与监督

就信息披露监管的内容和对象而言,涉及上市公司股票交易和股权变动方面的若干所谓“重大事项”或“必须公开的交易”是各国(地区)政府监管部门和交易所规范的重点。作为资本市场的融资主体,上市企业的重大交易事项将直接对证券投资判断产生特殊影响,从而关系到投资者利益和市场公平性。各国(地区)证券法规和交易所规章一般均列举此类“须予公布的交易”,并明确及时披露的上市公司义务,主要包括:(1)重大收购事项。为规范可能导致公司控制权转移的收购行为,保证被收购者的股东,尤其是少数股东的权益,各国(地区)证券法规对收购的法定要求与程序

均作出严格规定。一方面,证券交易所应承担市场一线监管职责,监督上市公司收购人的持股变化状况及是否合法履行报告义务等。美国《威廉斯法案》规定,凡通过投标或收购方式取得一个公司股权 10% 以上的控股公司,必须实行报告制度和公开制度。通过直接购买或投标方式获得一家公司 5% 以上的证券的任何人须连续公开公司的财务信息。另一方面,香港联交所《证券上市规则》则指出了在上市公司或其附属公司,对其他企业资产或公司所进行的收购行为,以及收购或变卖资产(包括证券在内)的交易行为的信息披露责任和相应处理规定。比如,“非常重大的收购事项”和“各项主要交易”需得到该收购公司股东大会的通过方可实行。(2)股份回购。由于减资行为可能导致对公司债权人利益的不利影响,许多国家的证券法规和公司法等均严格限制上市公司回购其发行在外的股份并严格规定其报告义务。(3)关联交易。这是指上市发行人或其附属公司与关联人士(指主要股东、董事、经理及其配偶或亲属)所达成的交易。由于交易者之间存在“关联性质”,关联交易可能引起关联人士和普通投资者之间的信息不对称,从而产生两者间的利益不均衡状况,损害市场公平。对此,法规一般规定关联交易须获得股东大会通过且关联人士不得参与投票,并须及时呈报交易所和政府监管部门。(4)公司治理结构中的持股及变动状况。公司大股东、董事、监事和经理人员在公司治理结构中往往处于信息和权力优势地位,在个人利益与公司整体利益(即全体投资人利益)存在冲突的场合,必须防范道德危险和内幕交易的滋生。故要求实施对上述特殊人士的有效监督,及时披露上述特殊人士的持股变动状况,以弥补普通投资者的信息弱势。

## 第四章 证券市场对公司治理 作用的有效性

在 20 世纪 80 年代公司收购高潮之后,在德国和日本公司强劲竞争压力之下,英、美等国家尤其是美国证券市场对公司治理的有效性进行了激烈的争论。其中主要有相互对立的两种理论,即证券市场模式和市场短视模式。其争论的主要问题包括:证券市场的股价能否真正反映公司的价值,进而反映经营者的业绩?股东能否通过证券市场有效地约束经营者腐败行为?证券市场的股价是否太任性?股东通过证券市场给经营者施加的压力是否过大?恶意收购是否有利于制止经营者营造公司帝国?新的经营者是否一定比旧的好?恶意收购到底是制约经营者的有效工具还是发起收购公司的经营者自身的沙文主义行为?恶意收购是否是握在投机者、强盗手中的工具?证券市场到底是引导资本流通的有效机制还是误导经营者的“CASINO”?

### 第一节 理论争议

证券市场模式认为股东在证券市场的巨大权力和灵活的退出机制,恰恰是对其丧失股东大会上的权力的补偿,是对经营者过度支配的有效制约和矫正。证券市场上的信息是完全的,股价能够全面充分地反应上市公司业绩,是度量公司净价值的最佳尺度。股市一般不会给上市公司定错价位,任何导致公司股价上扬的因素都是增值的,公司股价的下跌肯定是公司业绩出了问题,而不是股市的任性。

然而,市场短视模式则不以为然,认为股价极其富有弹性,股价过于敏感。从长远来看,股价可能是未来收益的不偏不倚的公正的衡量尺度,但是股价波动太快,幅度太大,几乎无法说明公司的真正价值。公司往往一有风吹草动,股东就抛售公司股份,股价一落千丈,给公司经营者的压力太大。即使公司的经营管理真的有什么问题,股东见势不妙而抛股,对公司经营者来说无异于落井下石,而在这种情况下经营者要解决问题恰好需要股东支持和配合,与其同舟共济。股东退出太自由只能迫使经营者只关心近期目标,全心全意提升股价,忽视长期业绩。这两种模式提出的政策主张也是针锋相对的,证券市场模式主张强化股东权力,加强对公司经营者的制约,而市场短视模式则主张强化股东的责任,保护经营者的经营自主性,要求股东与公司同舟共济、共渡难关。

#### 一、证券市场模式论

证券市场模式认为股市的信息是完全的,股价全面充分地反映了公司的真正业绩。股价几乎是目前唯一的前瞻性的、经营者无法直接操纵的衡量标准,是衡量公司经营者业绩的最佳标准,是能够反映公司经营战略长期价值的有效标准。股价虽然富有弹性,但是这并不会导致公司经营者行为的短期化,因为从长期而言股价还是反映了公司真正业绩。从事组合投资的经理虽然没有足够的时间和精力去了解每一家公司的详情,但是为了能够赚钱,多数从事组合投资的经理还是具有了解每一家公司详情的动力和激励,因而股价能够迅速地对现有的所有信息作出反应,而不单单是投资经理所使用的有限信息的反映。

证券市场模式的研究表明,股市并未系统地低估研究与开发(R&D)投资或者其他需要较长时间才能得到回报的投资(McConnell and Muscarella, 1985; Chaney, Devinney and Winer, 1989, Chan, Martin and Kensinger, 1990, and Woolridge, 1988);有些研究甚至表明证券市场还高估了具有成长潜力的公司的业绩(Rein-

ganum,1981 ;Basu,1983 ;Hall,1993)。

证券市场的恶意收购能否真正有效地制约公司经营者营造公司王国？证券市场模式认为收购机制有助于制止经营者滥用公司资源，营造公司王国，制止经营者的腐败行为。如果经营者滥用其权力或者力不胜任，公司股价就会下跌，便吸引收购者收购该公司。收购之后，现任经营者就会被赶下台。收购的威胁和收购本身都有利于矫治经营者滥用公司资源，牺牲股东利益，好大喜功，营造公司王国，这是因为经营者的报酬和社会声望与其所管理企业的大小呈高度的正相关关系，故经营者宁可不计成本，牺牲公司利润，也要把公司搞大(Marris,1964 ;Williamson,1964)。当然，收购本身往往也是由收购公司经营者自身的沙文主义举措所引发的。很多证据表明，收购很少为收购公司的股东增加价值。尽管如此，收购机制的存在也提醒收购公司本身，如果从事并不增加价值的收购活动，其自身也可能成为收购的目标。那么，收购是否有助于改进被收购公司的经营管理呢？证券市场模式认为，杠杆收购导致公司从公众公司变成封闭性公司，使股份集中起来，主要是集中在小圈子范围内的几个股东手中，减少了委托—代理问题，公司经营者受到股东的密切监督。再者，通过杠杆收购，以债权转换股权，被收购公司高度负债，债权人对公司经营者也具有很大的约束力。所以，证券市场模式认为即使收购的威胁不足以遏制经营者好大喜功，牺牲股东利益，营造公司王国，实际的收购通过债权置换股权，被收购公司高度负债，公司股东集中化，使被收购公司经营者面临股东和债权人的双重监督，也有助于解决公众公司对经营者监督不力的问题，进而提高竞争力，改善公司业绩。

证券市场模式认为收购是有效率的，其主要实证依据是，收购消息公布之时或者发生其他收购举动之时，目标公司的股价上涨。反之，股价随着收购可能性的减小而相应地下降。目标公司股价上涨幅度并不完全被收购公司股价的下降幅度所抵消。正是因为

证券市场对经营者的约束是有效的,股东在证券市场的权力不是太大,恰恰只是对其在股东大会上丧失的权力的适当补偿。

从历史来看,公司股东在股东大会上的权力早已子虚乌有,名存实亡,经营者支配公司也久已有之,亚当·斯密(1776)早在 200 多年之前就已经注意到股份公司之经营由董事会处理。董事会在执行任务上难免受到股东大会的支配,但股东对于公司业务大多一无所知,如果他们没有派别,他们大抵心满意足地接受董事会每年或者每半年分配给他们的红利,不找董事的麻烦。

据钱德勒研究,自 1840 年以来现代公司逐渐变成经营者所支配的公司。现代公司的权力已经转移到组织本身,转移到公司的专家组合。就处于发展顶峰的那些公司来说,如通用汽车公司、通用电气公司、壳牌石油公司、尤尼莱佛公司、国际商用机器公司等,只要企业是赚钱的,这些专家组合就有十足的权力,而资本所有人,即股东在这方面是没有份的。难怪早在 20 世纪二三十年代,凡勃伦(1923)、凯恩斯(1926),尤其是伯利和米恩斯(1932)就已经开始系统地研究经营者支配问题,只是在 80 年代之前并未引起人们的重视。究其原因,第二次世界大战以来近 60 年间的经济高速发展,公司盈利甚多,股东能够得到满意的投资回报,股东与公司经营者之间相安无事。所以,历史事实证明,证券市场对经营者的约束是有效的。在 20 世纪 80 年代以前相当长的历史时期内公司经营者支配就已存在,股东权力早已名存实亡,股东与经营者之间能够和平共处、相安无事。为什么 20 世纪 80 年代以来股东在证券市场如此活跃,频繁地“用脚投票”,以致有人认为那时股东的权力几乎等于向恶意收购者抛售其股票。换言之,是什么因素引发了 20 世纪 80 年代股东与经营者之间的对抗关系?证券市场模式认为,20 世纪 80 年代初期美国利率大幅度上涨,提高了股东投资于公司股票的机会成本。因为利率愈低,股东就愈愿意公司多留利,进行再投资,而利率愈高,他们就愈愿意尽快退出公司,投资于

其他回报更高、更加安全的证券。正是由于利率的大幅度上涨,股东不断地通过证券市场向经营者施加压力,迫使经营者多以现金分红,而不愿意搞内部积累,进行再投资。

## 二、证券市场短视论

市场短视模式与证券市场模式针锋相对,认为证券市场目光短浅。如果股东在证券市场上的压力太大,必然导致公司经营者行为短期化。他们认为证券市场是高流通量、高度投资的、短命的泡沫,本质上是短期行为主义。哈耶斯和艾伯恩纳塞早在20世纪80年代就系统地指出,美国公司的治理方式正在削弱美国的竞争力,美国公司经营者正深受竞争性短视的危害。

市场短视模式并不认为股市信息是完全的,股价也并非衡量公司业绩的最佳尺度。这是因为:

### 1. 股价极其富有弹性,股价过于敏感

从长远而言,股价可能是未来收益的不偏不倚的、公正的衡量指标,但是股价变化太快、波动太大,几乎无法说明公司的真正价值。难怪有人取笑说,证券市场已经百分之百地预见到了过去5次衰退中的10次。证券市场有时剧烈地波动,却又没有什么实质性的原因。例如,1987年10月14日纽约证券交易所下跌25%,不仅在现实的经济活动中根本找不到如此大幅度下跌的蛛丝马迹,而且此次波动对现时的经济活动也无大的影响。

### 2. 股市由组合投资经理进行操作,这些经理的报酬取决于短期业绩,便挖空心思地寻找炒作题材,很喜欢小题大做

这些组合投资经理往往需要跟踪成百上千家公司的业绩,根本没有足够的时间和精力去了解其所投资的每一家公司的详情,他们只是依赖一些简单的而且可能会误导的业绩标准,就作出投资或者不投资的决定。他们对于公司的“软”投资,比如研究与开发、培训以及市场开拓评价不足。然而,这些软投资可能以微妙的方式提高投资回报。

### 3. 股市的流通性对于单个的投资者可能有利,但是对于整个经济并无益处

这是因为投资者对于特定的投资并无多少了解或者并不那么专注和投入。这些并不专注的投资者不会关心公司的活动,不会密切监督公司的经营者,不会像真正的所有者那样为公司出谋划策,或者是在遇到困难时,与公司同舟共济、共渡难关,而是一旦发现公司有什么问题,便马上退出公司。投资者退出太自由、太方便,无助于公司经营者及时解决经营管理中的问题,因为经营者要解决问题不仅需要时间和资源,更需要足够的支持。他们认为日本和德国公司的竞争力之所以强大,是因为在其关系投资体系中,投资者注重与公司维持长期的关系,而不是为了“一锤子买卖”。股东与公司能够相互了解、互相沟通、相互帮助;公司经营者遇到困难时,股东不是落井下石,马上就跑,而是伸出援助之手,与公司经营者同舟共济。投资者既尊重经营者,又能获取公司的内幕信息,进而对公司的经营管理施加很大的影响。在这种关系投资体系下,投资者决策时,除了依赖股价信息之外,还可以使用许多定量化的信息,有利于作出更好的判断和决策。证券市场模式认为证券市场历史上一直十分有效,只是20世纪80年代以来美国利率上涨、资本成本上升,才造成股东利用股市向经营者施加较大的压力。市场短视模式则认为,即使资本成本上升是20世纪80年代美国公司经营者行为短期化,进而造成竞争力下降的原因,到了20世纪90年代资本成本理论似乎不那么重要了。这是因为,到20世纪80年代末和20世纪90年代初,美国的利率已经下降了;日本东京证券交易所股价也下降了,德国和其他欧洲国家的利率上涨了,美国同其他国家之间资本成本的差距缩小了。因此,英美国家投资者通过证券市场向经营者施加太大的压力,致使经营者行为短期化、公司竞争力下降,主要原因在于证券市场机制本身的短视缺陷,而不是资本成本上涨所致。

市场短视模式也不认为恶意收购是有效率的,他们通过系统的研究表明:

第一,证券市场上的一般收购交易从总体上而言,对于公司业绩并无特别好或者特别坏的影响。

第二,在恶意收购中,目标公司的股东由于事后的资产拍卖而获益。但是其资产的升值到底是由于管理改进的结果,还是由于收购公司占据了更大的市场份额而人为抬高的,尚不清楚。但是确有证据表明,目标公司股东的部分收益来源于价值转移,即裁员、降低职员的工资和福利,而不是价值创造。

第三,在杠杆收购中,目标公司股东的部分收益来源于税负的减少。杠杆收购之后,公司负债增加,更多的营业收入将用于偿还债务,还债部分在计税时可以扣除,股东的分红因此减少了。股东的红利在计税时不能扣除,而还债部分则可以扣除,故总体纳税额减少了(Kaplan,1989; Schipper and Smith,1988)。

第四,在杠杆收购中,公司的营业收入增加了,但是资本支出以及研究和开发支出减少了。公司更容易遭受经济衰退的打击,削弱了产品开发和创新能力,降低了公司的国际竞争力。

这两种模式对证券市场上的股价、恶意收购具有截然不同的认识,对控制权市场的有效性完全是各执一词,对公司治理结构变革所提出的政策主张也就完全不一样。证券市场模式主张加强股东的权力,使公司经营者对股东更加负责任。市场短视模式则恰恰相反,主张强化股东的责任,培养关系投资,为长期持股提供税收优惠,股东应该与公司经营者同舟共济,而不是一有困难就落井下石,拔腿就跑。美国政府主要采纳了证券市场模式立场,即仍然不动摇市场导向控制机制。不过,也吸收了市场短视模式的一些合理建议,强化了部分股东尤其是机构投资者的责任,赋予养老金行使表决权的义务,但是并没有为长期地赋予税收优惠待遇。在英国,机构投资者持股比重比美国还高,但是英国法律尚没有赋

予这些机构投资者行使表决权的义务。从实践情况来看,英国机构投资者仍然是被动投资者,而以养老基金为首的美国机构投资者则是全球股东主权运动的先锋,积极地“用手投票”,而不只是被动地“用脚投票”。这种双管齐下、“手脚并用”的控制机制无疑更加有利于强化对经营者的控制和监督。

## 第二节 证券市场效率对公司治理的影响

证券市场既是资本配置的方式,也是风险分散的有效机制。证券市场的交易是现期货币与未来收益(承诺)的交换,这种市场交易的特殊性使其充满不确定性,从而也充满了风险。在完善而有效的证券市场上,资本的收益一般会根据风险大小来进行分配,无风险利率相当于资本所有权的报酬,在风险相同的情况下,等量资本要求获得等量报酬。而相同的资本如果承担的风险不同,会要求不同的报酬。于是,风险就随着资本收益在资本所有者之间的分配而分散。而资本又通过收益(利润)的引导而配置到效率最高的地方。

但由于不确定性、信息的不充分和非对称性,证券市场主体在追求自身利益最大化过程中,常常会出现机会主义倾向和套利投机行为,其中较为严重的有内幕交易、操纵行情、违反公开信息义务、欺诈顾客等。机会主义倾向和市场套利投机的外在性,结果造成证券市场的效率低下,从而影响证券市场公司治理机制的有效性。

### 一、证券市场效率的理论分析

#### 1. 证券市场效率标准分析

证券流通市场的制度一般是围绕着市场的流动性、有效性、透明性、稳定性四个目标构建的。正如国际证券交易所联合会(FIBV)在有关报告中指出,一个交易制度的优劣与否,主要看交

易过程中的有关操作(如价格形成、买卖程度、信息传播)对市场绩效的影响。这里的绩效标准一般认为是指市场的流动性、有效性、透明性和稳定性。

(1) 市场流动性。流动性是证券市场的一个重要目标,它是指在价格波动不大的情况下证券买卖成交的速度,或者说市场参与者在既定的价格水平上入市或脱手的可能程度。换言之,对于一般的买者和卖者,如果接受市场价格,买方可以买到他想买的数量,卖方可以卖出他想卖的数量(成交概率大),那么,这一市场的流动性就强,否则市场流动性就弱。

市场的流动性要以市场的广度、深度来衡量。广度是指成交速度,如果双方能迅速成交他所希望的数量,那么,这个市场是有广度的(变现速度快);如果受到数量的限制,那么,这个市场就是狭窄的。深度是指价格稳定,一个市场的深度可以由一定数量的追加交易对价格的冲击程度来衡量,如果追加数量很小的需求(或供给)可使股价大幅上扬(或下跌),那么,这个市场缺乏深度;反之,如果数量很大的追加量对股价无多大影响,这个市场就是有深度的。也可以这样理解,对于深度市场,再大额的指令,也能以现价成交;而对于浅度市场,一个指令的数额越大,成交价格变化越多。另外,市场是有弹性的,市场弹性表现为新的报价委托造成供需暂时失衡后恢复价位的速度。

研究表明,成交速度受市场买卖双方的人数及微观结构的影响。在一定的微观结构下,交易者越多,指令越易配对成交。微观结构如每周开市天数及每天开市时数、竞价方式(连续竞价或集合竞价)等对成交速度也有影响。此外,微观结构对市场深度也会起作用,如连续竞价市场可增加市场吸引力,成交速度快(有广度),但由于价格变化多,影响了市场深度。而间接性市场(阶段性拍卖市场)降低了交易速度,价格较稳定,市场深度更强,市场更有吸引力。

在有关流动性的衡量方面,已有的研究成果表明:第一,站在单个交易者的角度,衡量指标是每单位价格变动的指令流入量,站在全部交易者的角度,更好的指标是买卖价差,价差越小,流动性越强。第二,用买入溢价、出售折让、信息传递成本及等候成本构成的交易成本(变现成本)来衡量流动性。第三,考虑时间因素,将价格化速度作为反映流动性的指标。因此,证券市场的流动性除了流动性比率外,还包括变现成本和变现速度。

无论是证券立法机构、证券主管部门,还是证券交易所,其制定的法律、法规及规则制度体系,目的之一就是增加了市场的流动性,使投资者在最短时间内以较低的交易成本完成买卖活动。

(2) 市场透明性。证券市场透明性包括市场组织的透明性和市场信息的透明性。市场组织的透明性是指有关市场组织的各项法规及运作办法要尽可能严格明确,避免不同的理解和解释。首先,明确市场参与者进行交易活动中的罪与非罪、权利与义务;其次,明确管理机构设置、机构关系及职责,便于市场参与者及时方便地处理与这些机构的关系。

市场信息的透明性有广义和狭义之分,广义的市场信息透明性是指重要的市场信息向投资者公开披露的程度,包括各上市公司信息披露、市场各种统计资料、股价交易情况、股市交易的有关委托及成交记录等。狭义的市场信息透明性是指反映有关股票交易信息公开披露的程度,具体包括交易前的信息、交易后的信息(成交回报)及整体市场的其他信息。

尽管透明性的定义简单,但其具体制度体系的制定却非常困难。首先,哪些信息该披露?对于上市公司的商业活动,如何划定信息披露范围就存在着两难:一方面,为维护投资人的权益,应该尽量多地披露;另一方面,过多地披露涉及公司商业秘密,又将影响公司的正常运作,从根本上损害投资人的利益。又如交易指令的透明性问题,指令的范围极大,具体包括委托量、买卖方向、交易

时间、指令类型(限价还是市价委托),以及下单委托限制等。其次,如何披露和对谁披露?如信息按什么渠道披露,时间、内容如何规定,交易信息是只对经纪商、场内交易商,还是对所有的交易者等。

上述问题都会影响市场参与者的决策,但已有的研究多集中于市场交易信息的透明性问题。根据发达国家学者在研究市场最佳透明度方面取得的成果,透明性问题的研究主要涉及以下几个方面:在做市商和交易商都知情的情况下,交易指令的透明性如何影响市场行为;在仅有做市商知情时,透明性对交易商交易成本的影响;在没有内幕信息的情况下,报价透明性对买卖价差的影响;交易商身份的信息对交易价格的影响。

透明性与市场的可见性(或即刻性)的意义相近,一个较好的市场通常是透明性较高的市场,也是信息可见性、即刻性较强的市场。市场信息的充分公开有助于投资者对市场做出相对准确的判断,避免可能给价格带来冲击的信息过度不对称,同时有助于资金向最有效益的行业和公司流动。随着信息经济学的兴起,人们加强了对这方面的研究。同时,各国政府及交易所也都将增加市场的透明度、促进信息的对称性作为防范道德风险、杜绝不法交易、促进市场平衡的重要手段。

(3) 市场有效性。证券市场的有效性是指价格反映信息的效率,或者指市场将一切信息融入价格的速度和准确性。如果一个市场的价格能迅速而准确地反映一切信息,则认为该市场有效。有效性与透明性密切相关,但又存在区别。有效性指的是价格形成中反映相关信息的速度、准确度,而透明性仅是指制度规则要求公布的相关信息的内容、范围。也有学者将流通市场的有效性扩大为信息效率和运作效率,但一般人们所指的有效性仍以信息的有效性为主。

有效性问题之所以重要,是因为投资者没有足够的时间和资

源来收集一切信息,希望市场价格能反映一切可得的信息。市场无效,则说明交易价格不公平,意味着市场无吸引力;有效的市场,则能够吸引投资人,从而增加市场的流动性。

不同的交易制度体系,由于对参与者提供信息服务方式的差异,以及所采用交易系统本身的性能差异,对市场有效性的影响也存在差异。具体交易制度的安排,将会影响参与者的可得的信息量,如近期市场活动信息、交易量大小、近期价格趋势,从而影响交易决策。交易制度(规则)使参与者得到的信息量越多,导出的价格就越有效,参与者对市场的兴趣就越浓,市场的流动性就越大。市场的有效性(特别是短期价格的变化)除了受到信息的影响之外,还有其他的影响因素。因此,有学者将价格的有效性定义为价格反映供需均衡的程度。有效性高的市场,股价不会因信息不完全、供需突然变化及交易规则的改变而大幅扭曲,市场的价格表现比较公平。当然,这里的公平仅是指投资人无法利用现在信息持续获得超额报酬。

从交易规则角度看,证券市场的效率主要包括以下方面:

一是信息效率,也称价格效率,即证券价格能准确、迅速、充分地反映可得的信息。关于信息效率的理论通常被称为“有效市场理论”。有效市场的概念由法玛等最先提出,主要是指“根据新信息迅速调整的市场”。法玛把有效市场理论予以标准化,认为在完全有效市场下,投资者的超额收益恒等于零。法玛把有效市场分为三类,即强式有效市场、半强式有效市场和弱式有效市场,这三种类型分别针对所有可得信息、所有公开信息和过去信息三个不同的信息范围。大量实践检验表明,证券市场的信息效率只是相对高效的,价格反映所有可得信息变化的强式有效市场在现实中并不存在。

二是价格决定效率,即价格决定机制的有效性,如做市商市场、竞价市场中价格决定的效率等。

三是运行效率,即交易系统效率,如交易系统处理订单的速度和交易容量等。在其他条件不变的情况下,自动化和通讯技术决定了交易系统的运行效率。

(4) 价格稳定性。证券市场是宏观经济的“晴雨表”。股价的暴涨暴跌不仅会给投资人带来不必要的损失,还会给证券市场甚至整个社会经济带来巨大的冲击。因此,保持价格的相对稳定,将股价风险控制有限的范围内,这是证券流通市场交易制度体系建设的目标之一。

证券流通市场的价格稳定性是指市场价格的连续性、波动性及市场秩序的总体表现。价格连续性是指市场逐笔交易价格的变化程度,价格波动性则是一定时间内价格水平的变化幅度,价格波动性可分为短期波动与长期波动,短期波动是暂时供需失衡所致,而长期股价波动则是因新的信息的冲击所致。

价格变动的考察可分为交易前后均衡价值改变的程度和交易价格与均衡价值的瞬间随机差异。造成价格不稳定性因素很多,基本因素只能决定股价的长期走势,为避免由于突发信息和暂时交易指令失衡造成市场过度反应而使市场基础价格波动过大的情况,人们努力设计着市场调控手段,限制交易价格变化幅度、控制信用交易、设立一定的交割期,这些方法的目的都是给市场一个冷静期,让市场有足够的时间消化消息并传播正确的信息,这样,基本经济面的信息才能成为影响市场价格的主要因素。

## 2. 证券市场有效性理论分析

(1) 有效市场理论。作为现代金融经济学的理论基石之一,“有效资本市场假说”理论(Efficient Capital Market Hypothesis,简称 ECMH)的出现为资本市场的有效性作出了一种诠释,从而以信息的角度为证券监督者确立了监管目标和监管实施有效性的度量标准。

资本市场有效性问题的理论渊源在该理论问世之前,关于股

票定价的研究主要以传统的技术分析和基础分析两种模式为主，带有浓厚的经验色彩。1900年，法国经济学家巴歇利埃(Louis Bachelier)最早发现市场上商品价格的随机波动特征并对传统的价格波动内在规律论提出质疑。之后，考尔斯(Alfred Cowles)发现股票经纪人的选择和随机股票组合的效果并无二致，从而引入股票选择上的投镖板理论。1953年，英国经济学家莫里斯·肯德尔(Maurice Kendall)提出：股价变动无任何模式可循，就像“醉汉走步一样”，即所谓的“随机漫步”(Random Walk)。美国学者哈里·罗伯茨(Harry V. Roberts)和奥斯伯恩(M. F. M. Osborne)在1959年的报告中得出类似结论，预示着股市并无逻辑或理性可言，而是由一种反复无常的市场心理所支配。陷入困惑的经济学家们很快又作出了一致的解释，即从信息的占有程度出发，假定存在的股价内在规律性会被根据预期而追求超额利润的市场力量迅速抵消。新信息的出现会不断改变投资者对股票价值的预期并促使其不断挖掘信息，从而使价格迅速运动到合理的位置。因此，股价的连续随机波动特征反映了市场的有效性和市场理性。

(2) 有效市场假说的基本内容。简单地说，市场有效性就是指价格已经充分反映了所有可获得的信息。由于价格信号是资本市场中资本有效配置的内在机制，因此如果资本市场在确定资产价格中能够使用所获得的全部信息，该定价则为之有效。换言之，当出现任何新信息时，价格能够“迅速”作出反应。这种“迅速”使得无人可以因为对信息的占有而持续获得超额利润。正是在这个意义上，证券市场价格曲线的任一点上的价格均衡最真实而准确地反映了该证券的价值。<sup>①</sup> 所以，一个有效资本市场必须满足的条件是：所有可能影响证券定价或买卖决策的信息都能够市场上得到充分、准确、及时的反映；同时意味着所有市场参与者之间的

---

<sup>①</sup> 高西庆，证券市场强制性信息披露制度的理论依据，证券市场导报，1996(10) 4~17。

信息分布是对称而公平的。由于人们对某一特定证券价值的主观认识的存在,因此对“有效市场”的具体衡量标准亦有不同。法玛(Eugene Fama)于1976年对“市场有效性”的定义最具权威性。该定义建立在合理预期理论上,认为:假设 $t-1$ 时期的各种证券的价格依赖于未来 $t$ 时期证券价格的联合概率分布的特征,则市场有效性要求,市场正确运用所有可获得的信息决定 $t-1$ 时期的证券价格,而这些信息恰恰是人们用来估计 $t$ 时期证券价格的联合概率分布的。故在有效率的市场中: $f(P_t/\delta_{t-1})=f_m(P_t/\delta_{t-1})$ ,其中 $P_t=(P_{1t}\dots P_{nt})$ 是 $t$ 时期各种证券价格的向量; $\delta_{t-1}$ 是 $t-1$ 时期可获得的所有信息的集合; $\delta_{t-1}$ 是 $t-1$ 时期市场实际利用的信息的集合; $f_m(P_t/\delta_{t-1})$ 是市场在 $\delta_{t-1}$ 条件下估计的 $t$ 时期价格的概率密度函数; $f(P_t/\delta_{t-1})$ 是信息集 $\delta_{t-1}$ 所隐含的真实的 $t$ 时期价格的概率密度函数。上述公式表明有效市场在决定未来价格的概率密度函数时,市场利用了所有可获得的信息。

(3) 假设条件。有效市场假说所描绘的“有效性”基于一系列严格的前提条件:①市场处于充分竞争状态,没有垄断和操纵行为;②资金可无障碍地流动,任一经济主体可按市场利率水平借贷所需资金,资产完全可分割,市场摩擦成本即交易成本(含税收)足够小;③信息成本足够小,市场参与者面对同时、同质的完全信息;④所有市场参与者均为理性,从而形成合理预期,追求效用最大化而积极进行信息收集和处理。当然,这些完美假设在现实世界中很难完全满足。

(4) 有效资本市场的三种形式和实证检验。哈里·罗伯茨(Harry Roberts)在1967年芝加哥大学举办的证券价格讨论会上提出了有效市场价格的三种形式:弱式市场价格、半强式市场价格和强式市场价格。法玛于1970年作了进一步总结,认为资本市场效率在不同信息环境下具有三种有效形式,即弱式有效、半强式有

效和强式有效。<sup>①</sup>

弱式有效市场。证券价格反映了所有历史信息,由拥有同样历史信息的所有投资者的集体判断而形成,不能通过研究股份历史而获得超额利润。

半强式有效市场。证券价格不仅反映过去所有信息,而且凝聚了当前的所有公开信息,价格形成来自于所有投资者(拥有相同的所有即时信息)对这些信息的集体判断。

强式有效市场。证券价格不仅包含上述两类信息,而且反映了内幕人士拥有的信息。没有人能通过内幕信息获取超额利润。即所有投资者包括任何特权群体占有一样的信息。

经济学家们对资本市场有效性作了大量实证检验。其中,运用统计检验方法和技术分析法,对弱式有效市场的检验最富成果。许多学者通过对中国股票市场定价的效率程度进行实证分析,得出了基本接近于弱式有效市场或正处于从无效到弱式有效的过渡阶段的结论。<sup>②</sup>半强式有效往往通过事件研究法(Event Study Method)来进行,较多的结果认为大部分发达国家市场基本符合半强式特征,且美国股市效率程度最高。强式有效检验的出发点一般为专业投资者或内幕人士的收益率。普遍存在的内幕交易使市场定价接近于强式有效非常困难。

## 二、影响证券市场效率的因素

### 1. 证券市场失灵

证券市场是通过市场机制实现资本配置的场所,如果市场机制在证券市场中的作用不能得到正常发挥,证券市场的资本配置功能就无法完全实现。

证券市场的失灵表现为证券价格形成机制的失灵,包括证券

---

<sup>①</sup> Eugene Fama. Efficient Capital Markets: A Review of Theory & Empirical Work, 25s of Fin, 1970, 383.

<sup>②</sup> 陈小悦, 陈晓, 顾斌. 中国股市弱型效率的实证研究. 会计研究, 1997(9): 4.

发行价格形成机制的失灵和证券交易价格形成机制的失灵,一方面表现为证券价格形成过程中的非市场化因素介入以及投资者对这些因素反应的差异性,进而表现为价格信号产生过程的不完善性和证券价格所反映信息的不完整性和不一致性,最终表现为证券市场在反映市场信息方面的无效性;另一方面则表现为证券市场的效率下降或者有效性的不足。为了消除证券市场的这种失灵,政府可以通过各种方式对证券市场的实际运行实施不同程度的监管,恢复因市场失灵而失去的证券市场效率。

资本市场上的交易者出于自身利益的考虑,必然出现经济学称之为“市场机会主义”的行为,即利用一切可能的机会靠损害他人的利益来为自己谋取利益的行为。显然,资本市场机会主义的存在,即利用虚假的、空洞的,也就是用非真实的威胁或承诺,来达到谋取个人利益的行为,无疑给资本市场的健康发展造成许多不稳定的因素。因此,这种市场机会主义是造成市场非有效性的重要原因。

资本市场上的“机会主义”行为的表现形式类型很多,按照行为方式特征来分,大致可以分为四大类,即市场内幕交易、人为操纵市场行情、违反公司信息义务和恶意串通欺诈顾客。

内幕交易是了解资本市场内幕的有关人员对内幕消息秘而不宣或者向非内幕人员提供虚假信息,使资本市场价格信息不能真实反映市场情况甚至体现虚假情况,造成市场价格信号失真。而不知此内幕信息的投资者则会在此失真信息的诱导下进行错误预期和采取错误的行动,内幕人士则借机进行买进或卖出。

操纵市场行情是指资本市场有关交易人员通过自己与自己进行交易的方式,集中相当数量的资金操纵市场价格朝着操纵者自己的意愿方向变化,或是利用所处的特殊地位与身份,散布谣言、传播虚假信息来影响资本市场的价格。

违反公开信息义务是指延迟重大信息的发布时间或在重大信

息公布上弄虚作假。欺诈顾客一般是证券公司直接、有意误导顾客作出错误决策。

由此可见,上述行为方式虽然表现的外在形式有所不同,但其实质是相同的,那就是在资本市场上利用交易者之间信息不对称,通过人为地制造价格信号失真,诱导投资者产生错误的预期与决策,最终导致他人的亏损,实现自己的盈利。

应当指出,如果资本市场的投资者尤其是一些中小投资者意识到市场机会主义行为泛滥,资本市场的价格信号不能真实反映市场情况,而是经常骗人的“陷阱”。自己在市场竞争中处于一种不平等的地位,根据市场价格信息根本不可能获利时,就会因此主动退出市场,伴随而来的必然是资本市场价格的大幅度下跌,并最终使资本市场赖以存在的基础——市场交易规模的迅速萎缩。

## 2. 内幕交易对市场效率的影响

第一,内幕交易的存在与资本市场秩序的稳定是相悖的,它首先是违反了市场交易的公平原则。因此,如果不对此种行为进行严格禁止,那么必将造成公众的信任危机,投机过度将弥漫市场,整个资本市场价格也将长期被人为地扭曲,并处于剧烈动荡之中,结果真正的投资者将会因此而退出资本市场交易以规避风险。我们知道,虽然资本市场的发展与规模的扩大离不开投机者的参与,但一个过度投机的资本市场或者说投机色彩弥漫的资本市场绝对不是一个正常的市场,也不可能形成正常的市场秩序。第二,内幕交易的存在破坏了资本市场正常的交易秩序和价格形成机制,其结果是使资本市场在优化社会资源配置方面难以充分发挥作用。因为只有在形成公正、合理的股票价格的基础上,社会资源才能通过股票市场实现从效率低的部门流向效率高的部门,从效率低的企业流向效率高的企业。公正、合理的股票价格的形成,是以充分实现信息的效率性和交易的效率性为基础的。信息效率性是指:不仅是在股票市场价格的形成过程中,运用了与股票市场价格相

关的所有信息,而且,在股票市场上这些信息都能够被正确地得到评价,并迅速、准确地反映在股票价格上。因此,实现信息的效率性,实际上就是要最大限度地排除股票市场上的不确定因素,并使股票市场处于完全竞争状态。内幕交易的存在,恰恰破坏了股票市场信息效率性的基本实现条件,使市场交易者因此付出额外的交易费用和交易成本;第三,内幕交易的存在还是世界股票市场剧烈动荡的原因之一。有研究资料表明,由于现代通讯手段迅速发展,当今世界股票市场对于任何新信息的反映几乎是瞬时的,一般在5~10分钟左右,而且这一速度还在加快。由此可以看出,一旦某一个国家(地区)股票市场产生内幕交易,在一个极其短的时间内,将会立即向全世界迅速扩散,引起整个世界股票市场价格的剧烈变化。显然,这对于一个国家(地区)乃至整个世界资本市场的稳定都是极其不利的。

### 3. 操纵市场行为对资本市场效率的影响

(1) 资本市场操纵行为本质上是一种市场垄断行为,它的存在是对资本市场公开、公正和公平竞争原则的破坏,并最终导致市场交易秩序混乱和低效率。从市场结构标准来分析,垄断的产生使市场的集中度过度,而市场的过度竞争又会加剧垄断的形成,结果就有可能导致企业市场行为的非合理性;从市场行为的标准分析,由于垄断企业在市场交易中处于一种支配地位,因而极有可能在与其他投资者的交易中滥用这种市场垄断优势。最后,从市场效率标准来看,垄断会造成市场价格关系的严重扭曲,使价格不能真实反映资本市场供求变化,并最终导致资本市场最基本的资源配置功能失效。

(2) 资本市场的操纵行为破坏了市场公开、公正和公平的竞争秩序,它以损害他人利益为出发点,凭借操纵市场的垄断权利,给市场造成剧烈的震荡和危害。

有人把操纵行为与市场投机划等号,认为操纵行为就是市场

投机。我们认为这是应当加以区别的两种性质完全不同的行为。投机(此处专指资本市场上的正常投机)是与承担市场价格波动的风险为前提,以不损害市场利益为出发点,通过合理、合法的交易来获利的一种市场行为。正常的市场投机是资本市场保持相当规模和空间的必要条件,有人称之为资本市场的润滑剂,因而合法投机并没有违背市场公开、公正和公平的交易秩序。但操纵行为却恰恰相反,它是以不承担市场风险或以不合法的手段转移市场风险为出发点,通过损害市场其他参与者的利益,达到自己获取利益的行为。显然,操纵行为的结果是对市场公开、公正和公平的竞争秩序的公然破坏。在资本市场上,市场操纵者可以是一个利益主体,也可以是几个势力相当大的利益集团,因此它对市场秩序的破坏力是正常投机行为远远不能与之比拟的。另外,由于实施操纵行为的主体以及操纵行为本身都具有很强的隐蔽性,给政府金融监管当局的监管带来极大的难度,因此它对于资本市场所形成的震荡和危害,无论是深度还是广度,都是其他市场违规行为所不能与之比拟的。

### 三、证券市场效率对公司治理的影响

#### 1. 证券市场的效率与公司治理的改善

公司理论和证券市场理论都认为,证券市场的发展效率是促进公司治理改善的重要力量。在股份制度下,分散的股东对公司的控制和监督总是有限的,或者说股东“用手投票”不可能对公司代理人的行为进行绝对的控制。为此,证券市场为股权交易的安排在一定程度上满足了股东的需要。股东借助股票市场的手段既可实现股权的价值,又可变现这种价值。

证券市场的效率越高,股东监督和制约成本越低,公司治理越有效。当资本市场的效率较低时,股东监督和制约的成本则上升。如果成本过高,投资者会完全放弃对公司管理层的监督,转向二级市场进行投机,导致资本市场效率进一步下降,形成恶性循环(许

小年 2001)。

股东监督和制约管理层通常有三个手段,即收购与兼并、“用手投票”和“用脚投票”。从股东行使上述三个手段看,市场的效率对公司治理的影响是非常大的。如果公司价格比较正确地反映了公司的盈利能力和成长前景,资本市场可能促进管理层行为的理性,从而促进治理层次的提升。反之,市场理性的丧失可能使公司的治理陷入不理性。

市场的效率取决于市场信息的质量(真实、准确、完整、及时和公平)及投资者对信息的接受和判断能力,或者讲市场的综合理性程度。这既取决于投资者的理性,也取决于公司治理的水准。在一个有效率的市场中,股票价格的长期走势由公司的价值决定。价格只有反映价值,投资者才能在价格信号的引导下将资金投入经济中最有效的部门和企业。证券市场的效率需要投资者的理性预期和判断能力,以公司基本面分析为主的价值评估和基于价值的投资理念是市场效率的重要基础。问题的另一个方面是,证券市场的效率也离不开公司治理这一基础。公司治理最基本的层次是公司董事和管理层要讲诚信,要遵循对投资者负责的行为准则,要讲充分、准确、完整、及时、公平地披露信息的义务。如果存在“内部人控制”和管理层内幕人士参与的投机炒作和市场操纵,市场信号必然紊乱,市场效率必然十分低下。威胁市场效率的另一因素是市场恶意投机炒作和操纵形成的泡沫。投机炒作使价格背离价值,使股票价格信号失真,使市场化的公司治理机制的功能受到限制。

一个有效的证券市场可以直接提高证券的交易效率,而且还有助于强化市场机制对资金流动的导向度和深度,拓宽市场经济的融资功能,从而优化整个社会资金的使用结构和效率,促进产生结构的有效转换和整个经济的稳步发展。

## 2. 证券市场效率对市场机制的影响

如果资本市场效率存在缺陷,那么公司治理机制作用的发挥

就会大打折扣。首先,如果信息披露制度得不到有效的遵守,会导致价格中的信息含量不够,甚至反映的是虚假信息;其次,现实中的任何一个市场上获取信息都是要支付成本的,市场上信息传播的速度和广度并不像有效市场所设想的那样,获取真实准确信息的成本高昂;最后,如果市场操纵行为猖獗,就使投资者行为畸变,投资者预期到机构做庄的能力,最优策略就是跟庄,也就没有积极性去关心公司的经营管理和财务状况。

上述情况的存在,使得扭曲的股票价格不能够用以评价企业家才能和对公司价值的估计,投资者也无法通过观察股价而获得公司经营信息。

外部接管的有效性很大程度上依赖资本市场的有效性,股票价格是不是真实反映了公司的经营状况和财务状况,如果因为操纵与炒作使得股票价格高于其本身的价值,外部接管就很难发生。此外,如果资本市场缺乏内部效率,即交易成本过高,高昂的搜寻费用和谈判费用都可能阻滞证券的流动,阻碍退出机制发挥作用,“用脚投票”也难以实现,接管就难以实现。

管理者期权报酬合同是否能有效激励管理者兢兢业业地工作,也取决于资本市场的有效性。如果资本市场效率不高,股票价格不能准确地反映公司价值,那么,股票期权报酬合同也就失去赖以生存的基础,股票期权也就不能实现把经营者的福利和股东财富相联系的目的。此外,拥有内部信息优势的公司管理者可能采取机会主义行为,利用公司尚未披露的可能影响股票价格的信息,机动地行使期权,采取短期行为,使股价提高获得期权收益。

### 第三节 证券市场监管效率对公司治理的影响

证券市场监管机制来自市场外部,但对市场效率会产生重大影响,虽然实现政府有效监管与市场有效自律的统一,一直是资本

市场监管制度建设的目标,但是任何政府监管都是有成本的,如其本身庞大机构的运行需要支付成本,而且对市场实行低效甚至无效的干预,如滥用职权、官僚主义、寻租行为等也会造成效率损失,影响市场效率的改进,监管的基础来自于市场中信息的不对称状态及其外部性。然而,不可否认的是,政府监管通过禁止权、处罚权(斯蒂格勒,1964)可以降低交易成本,克服“搭便车”的行为,消除市场负的外部性,以实现保护投资者利益,维护市场公平、有效和透明,降低系统风险的中间目标,最终“在不确定条件下和特定时间和空间中,有效地处置、转移和配置资源”(默顿,1990),推动了经济增长效率的提高。

由于存在监管成本,监管目标时必须考虑监管成本的因素。当然,可能会有这样的观点,认为系统危机或崩溃对社会的危害极大,应该不惜代价采取措施予以防止。但是,如果能够以更小的成本同样实现系统风险最小化的目标,那么,有什么必要付出更大的代价呢?特别是这种代价最终也是由社会负担的。因此,无论怎样,监管目标与监管模式的设计都应该在充分考虑监管可能引起的成本基础上作出。那么,怎样理解和研究监管的成本呢?一般而言,可以将监管引起的成本分为两大类:一是监管引起的直接资源成本,包括监管机构执行监管过程中所耗费的资源与被监管者因遵守监管条例而耗费的资源;二是监管引起的间接效率损失,主要指因被监管者改变了原来的行为方式而造成的福利损失。下面就对这两类监管成本进行详细分析。

### 一、证券市场监管的直接资源成本

经济学的基本原则之一提醒我们必须考虑资源约束,即必须认识到实施监管也是需要税费资源的。这首先意味着存在一种可能性,实施监管可能是不合算的,亦即在贯彻实施监管条例的过程中所耗费掉的资源成本有可能大于实现监管目标后的收益。或者运用机会成本的概念,监管过程中所耗费的资源原本可以有更好

的、更合算的用处,能够带来更大的收益。

如果将监管引起的直接的资源成本分为由政府负担的和由证券机构负担的两部分,那么,前者可以称为行政成本,后者则可以称为执行成本(Compliance Costs)。

### 1. 行政成本

监管需要由政府设立监管部门来专门负责制定和实施有关条例和细则,这一过程中当然要耗费人力、物力。一份较早的研究表明,在20世纪70年代的美国,各类监管机构的运行成本一直在上升。1971~1979财政年度,按1970年不变美元价值计算,美国57个监管机构的行政费用增长了一倍多,由1971年的12亿美元上升到1979年的30亿美元。其中,证券业监管机构的行政费用由1971年的1亿美元上升到3亿美元。这份研究还提到两个数字,一是20世纪70年代的开头4年,登载联邦法规的《联邦录》的篇幅增加了1倍;二是1979年,美国57个监管机构职员总数约为87500人,几乎是1971年的3倍。这些数字使人们从不同的侧面了解管制的直接成本之大。在英国也有类似的研究。针对1986年英国“爆炸”式的证券改革,古德哈特在其1988年的一篇专门谈监管成本的文章中首先举例说,在他写作该文之前的12个月中,英国证券与投资署(SIB)反反复复地对有关监管条例进行修改和补正,仅仅其成文的《投资业管制条例》就有大约4.5磅重。这当然只是监管成本的一个例子。另一位经济学家拉麦斯(D. Lomax)的研究更为全面。他认为,随着新制度的实施,将有成千上万张纸片在市内飘荡,仅证券与投资署的行政费用就将高达800万英镑;加上其他自我管理组织(SROs)的费用,这一成本估计在2000万英镑,而如果再加上其他监管机构的运行费用,这一数字将在1亿英镑以上。成本之高可能会超过近年来在各桩公开了的丑闻中投资者遭受的损失之和。证券监管机构为制定和实施各类监管的制度安排,维持证券监管体系运行而付出的成本,其中,最为主要的

部分是信息成本。一般来讲,监管者的行动遵循下述轨迹而展开:收集信息——分析决策——制度出台——保证实施——信息反馈。这一过程以信息为主线周而复始地拉动着监管制度向前运行。然而,市场的信息不足是证券市场失灵的重要因素,而证券监管者同样面临信息不完全或信息不对称的困境。政府也只掌握有限信息这一事实意味着监管机构收集、分析、反馈相关证券市场信息内含高昂的成本。

在美国,除作为法定管制部门的 SEC 外,还存在各交易所等自我管制机构(Self-regulatory Organizations,简称 SRO)。各证券交易场所或中心各自的特殊性使得对它们的管制需要特殊知识,这些知识往往是难以把握或代价巨大的。管制的集中(即 SEC 的监管)会加大收集、分析、反馈信息的成本,而管制的分散(即 SRO 的监管)虽可降低信息成本,却往往增加监管的代理成本。

## 2. 执行成本

从被监管者一方看,因执行监管条例而付出的直接成本包括很多方面:按照规定保留记录而雇佣专人,提供办公设施和材料等方面的费用;聘请专门律师的费用;还要按照规定缴纳各种费用,如向中央银行缴纳存款准备金,向本行业监管机构为客户建立的补偿基金交款,还要自觉按规定提取坏账准备金,上市企业履行强制性信息披露义务所支付的会计审计、报表公布、新闻发布及相应的内部管理等费用,经纪商和自营商为执行财务责任管理制度所担负的成本等,皆属此列。

有的学者通过对一个竞争性行业在接受监管前后的均衡状况分析,指出监管除带来上述成本外还带来因代理商完成的交易量少于他们可能完成的数量所导致的经济福利的损失。就证券市场而言,守法成本可能非常之大。据英国 1986 年证券服务法推算,这种成本至少达 1 亿英镑。

不过,被监管者承担的监管成本与前述行政成本大不一样,至

少可以指出两点 第一 ,让被监管者承担一定数量的成本正是证券市场监管借以实现其监管目标的主要手段之一 ,正如利用税收的方法矫正负外部效应那样 ,通过施加监管 ,令被监管者从事活动的成本上升 ,从而促使他自发地将他的行为带来的负外部效应内部化 ,达到约束被监管者行为的目的。第二 ,被监管者有可能通过提高其服务的价格将自己负担的成本转嫁给它们的客户。当然 ,究竟是否真能转嫁以及转嫁的程度高低 ,取决于有关服务的供求弹性等多种因素。不过 ,存在这种可能性的事实本身提醒监管者 ,在制定和实施监管规定时 ,有必要对这种可能性加以考虑 ,否则就无法保证监管的效果。

### 3. 官僚主义和监管滞后是影响证券监管直接成本的重要因素

任何政府及其监管机构似乎都免除不了官僚主义现象 ,管制所造成的文山会海和旷日持久的法律程序耗费了巨大的资源。证券管制同其他政府决策一样 ,存在认识时滞(Recognition Lag)、决策时滞(Decision Lag)、实施时滞(Execution Lag)和生效时滞(Effecting Lag) ,从而其公共决策往往滞后于证券市场变化。官僚主义问题不但直接导致监管执行成本的增加 ,而且间接导致守法成本的提高。监管部门工作绩效标准设定和判断的困难 ,外部监督机制的不健全 ,不单单造成监管机构本身的资源浪费 ,更为重要的是延误决策或错误决策对证券市场健康发展的不利影响。从动态来看 ,管制似乎总比现实问题的出现落后一步 ,从某种意义上说 ,旧的法律和制度构成对新的法律和制度的枷锁。

#### 二、证券市场监管的效率损失

上述监管的直接成本的一个主要特点是 ,被监管者的行为方式并未因监管的实施而改变 ,而是承受了这种新的外部施加的成本 ,无论是实际上自己消化了还是转嫁出去了。但是除了这类成本之外 ,实际上 ,监管还会产生改变当事人行为方式的效果 ,这会

引发一些新的成本发生,可以称之为间接的效率损失。

所谓的效率损失指的是这种成本是不易观察到的,它不表现在政府预算支出的增加上,也不表现为个人直接负担的成本的加大,但是整个社会的福利水平却由于这种监管的实施而降低了。在税收经济学中经常用英国历史上曾经一度课征的“窗户税”来解释这类效率损失,或者也可称之为超额负担。在这种税征课以后,人们纷纷将窗户封死以回避税收。结果是,政府没有收到税,而个人的福利水平却下降了。这类因政府的某种行动而造成的公私双方的福利水平之和比采取行动前的减少额可以看作是因政府的行动而导致的效率损失,证券监管有可能通过以下途径导致效率损失。

#### 1. 经济学家通常所说的道德风险

如在前列举的很多情形下,监管会促使私人部门改变行为,或者有意去冒更大的风险以谋取厚利;或者虽无意主动冒险但却疏于防范,使损失发生的可能性更大。这方面的例子很多,典型的如购买火灾保险后人们可能更不注意小心地处理烟头或拔电视机插销;又如,有学者指出监管条例可能给人一种错觉,以为只要未突破监管规定的标准就是安全的。如规定时速不得超过每小时30公里,那么司机会有一种倾向,使车速保持在每小时29公里,而疏于注意路面状况。证券领域的道德危险同样存在。假设在一个完全自由的证券市场上,个人和企业必须认真评价证券经营机构的安全性,而在一个受监管的证券行业,人们以为政府会确保这些证券机构的安全性,因此在存入保证金时不假思索。尽管可以说,监管为私人部门降低了交易成本,提供了对证券市场稳定性的信心,从而有利于弥补市场缺陷,但是负面影响同样明显:由于监管者提供某种许可证,从而成为不良机构获得存款的主要原因。新兴市场上对申请上市企业采用实质性审查制度蕴含着类似的道德危险。从这个角度讲,正是因为是政府而不是投资者自己对上市企

业的经营业绩作出评价和选择,投资者会认为政府的挑选提供了某种担保,从而在一级市场认购及其后二级市场的买卖中更不谨慎行事,这在一定程度上助长了盲从式的非理性投机和对政府护市的依赖性预期。上述论点适用于以任何形式和理由从投资者那里寻求资金的任何机构或个人。投资者会因为同样的原因把资金不假思索地投放于共同基金、投资公司、单位信托和各种类型的经纪人,监管使得那些不诚实、投机、经营不善者比没有监管时更容易获得资金。

### 2. 监管有可能削弱竞争,导致静态低效率

监管本身的特点就是限制证券机构的行为,从市场准入的限制到进入以后的业务范围和收费标准的规定等,都有可能人为地抑制证券机构之间的竞争,尽管这些措施的本意是防止证券领域内出现恶性竞争,维护正常和公平的业务环境并保护消费者的利益。但是,把握好分寸并不容易,不能排除可能会有一些合理的、有助于增进证券体系效率的竞争也遭到遏制。

证券市场上还存在着对应于政府监管的“逆向反应”。政府失灵的一个重要表现是对私人市场反应的控制有限。证券市场可以视为两个多方博弈的世界,政府监管者在这一博弈格局中处于微妙的角色:为促进市场规范发展的种种举措却往往招致与初衷相悖的结果。比如,政府和监管机构的首脑为抑制市场过热而发出的善意警告,往往成为盲目的投机者再一次拔高指数的契机,而出于扭转低迷、防止崩盘而出台的托市救市政策却往往引发新一轮下跌。正是在这个意义上,市场不是依监管者意志为转移的。政府也只是证券市场博弈中的一方特殊参与者而非凌驾其上的主宰,它所发挥的作用时时受到市场中各方力量或善意或恶意、或有意或无意的掣肘和反作用,从而影响监管制度与政策的最终效果。

### 3. 有可能妨碍证券中介的创新,导致动态低效率

一些监管条例可能在它们出台之际是合适的,比如可能是按

照当时的最佳惯例制定并实施的。但是,证券领域的形势发展很可能使得原有的最佳惯例不再是最佳。这时就需要顺应形势的最新发展而改变过时的监管条例。否则,如果监管机构继续坚持严格实施这些监管措施,那么,不仅仅是妨碍证券创新的问题,因为所谓的创新都是相对于过去的管制条例的。而新形势下很可能这些“创新”之举乃是证券业务正常发展的需要,这意味着如若处理不当则会导致严重的低效率。证券领域的证券创新,包括证券工具创新、产品创新、制度创新、市场创新等,一般主要由证券商和自我管理机构作为创新主体。政府管制可能导致对创新主体行为的过度抑制,从而束缚证券中介的创新动力,进而减缓市场发展。比如不少学者认为,SEC在一个证券业处于技术迅捷变化的时代对自我管理机构管制的持续介入,给这些企业强加了一个高度官僚性的结构,这很可能阻碍创新并有悖于公共利益<sup>①</sup>,因此要鼓励放松对此类自我管理机构的管制。在那些计划色彩浓重的证券系统中,由于证券企业本身缺乏足够的产权驱动,管制引起的创新抑制往往更为明显。放眼于更为一般的证券监管制度安排和政府、经济学家、普通投资者对它们的种种评价,上述分析仅列举了最具代表性的若干争议。而事实上证券监管间接成本的概念涵盖了每一项监管、制度本身可能带来的不利影响而具有普遍的经济意义,它为实证地剖析和评判某项监管制度(或一系列制度的总和)的优劣和可取与否提供了一种定性的分析思路,即对证券监管进行若干标准设定。

#### 4. 来自监管过于严厉

相对于其他证券中心,过严的监管促使证券机构重新考虑其从事业务的选址,以使自身执行监管的成本最小化。英国的吉米·

---

<sup>①</sup> Corinne Bronfman, Kenneth Lehn and Robert A. S. chwartz. US Securities Markets Regulation: Regulatory Structure. *International Financial Market Regulation*, edited by B. Steil John Wiley & Sons Ltd, 1994.

高尔(Jim Gower)在他著名的报告《投资者保护评论》中指出,施加过于严厉的监管措施会弄巧成拙,要想使这些条例得到遵从可能需付出相当大的代价,特别是如果与其他证券中心相比,监管措施过于严厉的话,业务就会转移到其他证券中心,从而造成国家利益的损失。交易市场上对证券价格和市场波动的干预措施是引起争议的又一焦点。价格稳定是否是监管者应追求的目标?涨跌停板制度或价格限制制度(Price Limits)、暂停交易规定(Trading Halts)和不同时限的清算交割制度等限制性措施究竟有利还是有害?支持者们可以从前述证券市场失灵理论中找到诸多理由。然而,充满古典主义气息的反驳者一样可以指出,这些监管制度和政策扭曲了价格信号,降低了市场流动性,从而不利于资本的合理流动。施蒂格勒认为,价格是否稳定不是市场是否有效率的标准,市场运行效率的评判原则是看它是否使所有买主和卖主尽快相遇,投机者在其中发挥了重大作用。在供求条件不变即均衡价格不变的条件下,各成交价格仍可能剧烈波动,因为买卖是随机发生的。<sup>①</sup>

### 5. 信息披露无效论

“保护投资者利益”始终是各国(尤其美国模式)证券监管制度的核心目标,而信息披露制度亦被视为实现该目标的主要手段。即使如此,这一基石性法律制度亦受到部分学者的猜疑和否定。施蒂格勒在其著名的《证券市场的公共管制》一文中从信息披露是否提高投资者收益的角度,假设投资者在 SEC 成立后能够得到更多发行企业经营状况的信息,但由于信息发生作用的时期为一两年,而实证分析表明 SEC 成立前后两个时期内第一年、第二年的价格没有区别,因此,强调强制性信息披露没有增加投资者收益,该管制无效。有些学者的分析则带有更多的价值判断,认为美国

---

<sup>①</sup> George Stigler. Public regulation of securities markets. *Journal of business of the university of Chicago*, 1990, 37 No. 2.

证券业立法早期的“蓝天法”中最为宽松的纽约式“反欺诈”立法即已足够,用不着再通过专门的证券立法和建立专门的证券管理机构,单行证券法中有关强制性披露的规定不仅事实上不可能有用,而且在道德观念上有碍于诚实企业、商人的行为。<sup>①</sup>20世纪90年代的美国国会中同样涌动着“反监管”理念(Anti-regulatory Ideology)的思潮。1995年夏季,美国众议院电信与证券委员会主席 Jack Fields 提出议案建议删除州法律中保护投资者的条款,并减少投资者从企业处得到的信息,其理由是:以此降低证券领域的资本形成的成本,信息强制披露反而可能使企业对投资者的误导合法化,SEC“从头到脚”式的披露要求可能削弱代理商的权限,以及降低 SEC 的监管费用。<sup>②</sup>如果把视野进一步拓宽到市场外部,信息披露可能对上市公司带来不可忽视的成本负担。比如,公布新投资计划引来竞争对手捷足先登而招致失败,这构成了相对于企业经营的外部负效应。

用经济学中最基本方法表示监管的执行成本和效率损失。如图4—1所示,设横轴代表证券市场活动的数量,纵轴代表证券活动的价格, $S$ 和 $D$ 分别为实施管制前的供求曲线,二者相交于 $C$ 点,得到管制前的均衡业务量和价格水平为 $Q$ 和 $P$ 。设管制之后,每单位业务量的成本上升 $AG$ 这么多,可得到管制后的供给曲线 $SR$ ,在 $SR=D$ 处得到管制后的均衡: $Q^R$ 和 $P^R$ 。可见,管制后业务量下降,提供服务的价格水平上升,但上升的程度小于单位管制成本,表明证券经营机构自身承担了一部分管制成本。具体包括:

证券经营机构承担的单位管制成本为  $PE$  ;

证券经营机构的客户承担的单位管制成本为  $P^R P$  ;

---

<sup>①</sup> Louis Loss. *Fundamentals of Securities Regulation*. Little Brown & Company, 1988. 32~33.

<sup>②</sup> Ruth Simon. How Washington could tip the scales against investors. *Money*, 1995, 10: 122~128.



的利益集团,根据自身利益最大化的需要行使监管职能,从市场换取政治和经济的支持,监管的有效性自然要大打折扣了。三是政府为市场准入等设立租金,为特殊利益集团提供寻租服务,市场竞争丧失了公平和秩序。四是政府活动的内在特点可能导致监管低效,首先表现为引起新的外部性,如对复杂而不确定的公共政策进行多数表决引起外部不经济等,即阿弗奇—约翰逊(Averch—Johnson)效应;其次则是政府部门按照某种程序和规则,脱离了市场的公共利益,追求组织自身的目标,依据自己的标准评价监管行为的绩效。比如对政府监管效率难以评价和衡量,只能根据市场的稳定性和风险发生几率来评估政府监管的有效性。因此,政府监管不可能完全实现对市场的有效监管,包括对市场制度创新无法预先制定制度监管,存在一定的滞后性,因为制定过严的监管制度,又会限制市场的独创性,加大监管成本,降低市场效率。根据市场发展的特点和需要,实行监管的市场化,并适时地进行监管制度的创新是确保监管效率,促进市场效率改进的基本要求。

## 2. 对公司治理的影响

一是证券市场监管引起的直接资源成本,包括监管机构执行监管过程中所耗费资源与被监管者因遵守监管条例而耗费的资源;二是监管引起的间接效率损失,主要指因被监管者改变了原来的行为方式而造成的福利损失。所以证券市场监管机制对公司治理的作用,会产生许多不利影响。例如,由于存在执行成本,监管部门迫于人员及开支约束,对违法违纪行为的查处不够、执法不严,造成相关法律法规得不到认真执行。监管部门的人员有被俘虏的可能,使得违法违纪行为得不到查处,此外,监管部门可能从自身的利益出发,对法律法规的执行存在偏差,造成执法的宽严不一。比如,对一些违法违纪行为,在行情好的时候查处,在行情不好的时候“睁一只眼闭一只眼”。总之,证券市场监管的效率直接影响公司治理。

## 第四节 有效性的保障机制

证券市场运行过程中所表现出的无效性,使得证券市场的公司治理机制不能有效的发挥作用,这就要求对影响证券市场效率的因素加以改进,实施必要的监管,这其中证券市场的监管机制、会计信息的透明度、审计的独立性、信息披露制度对改善证券市场效率、提高证券市场公司治理的作用都具有非常重要的作用。这些措施对证券市场公司治理机制的有效发挥具有保障作用。

### 一、证券市场监管机制

证券市场运行过程中所表现出的无效性要求对其实施必要的监管,而不同效率水平的市场则要求不同程度的监管。根据有效资本市场假设理论,无论是在发行市场还是在交易市场,从导致证券市场有效性下降的原因来看,主要是由于各种与证券市场相关的信息在披露、传输、解析和反馈的过程中发生了不同程度的问题,其中,信息披露是全部问题的起源,也是其中的关键。有效资本市场理论为论证政府在证券市场效率方面的干预和作用提供了一个理论前提。正如杜克大学的詹姆斯·考克斯教授所指出的,该理论的运用已成为当前美国证券法规得以实施和评价这一法规体系的理论基础。

有效市场理论表明,一个具备信息完全性和分析对称性的证券市场才可以被认为是有效率的市场。这就为证券监管行为指明了监管目标和监管方向。基于这一理论,监管者存在这样的必要性和重要性,即研究并制定涉及信息问题的监管法规制度(这几乎包含所有重要的监管法规、政策和各种制度安排)并保证其实施—执行相关信息披露制度,制止垄断和操纵行为,降低交易成本和信息成本,打击内幕交易,促进信息在市场上充分、迅速、准确、对称地流动。总之,为提高和实现市场有效性做出努力。

证券市场的监管机制虽然有利于证券市场效率的改进,从而提高证券市场公司治理的有效性,但是我们应该看到,任何政府监管都是有成本的,正如其本身庞大机构的运行需要支付成本,而且对市场实行低效甚至无效的干预如滥用职权、官僚主义、寻租行为等也会造成效率损失,影响市场效率的改进。

## 二、会计信息的透明度

公司代理人的经营成果得到准确、公允的会计信息反映,这是一切公司治理规则得以施行的前提。会计制度和准则的统一是公司管理层向公司股东、社会公众和监管者提供管理信息的制度保障之一,这样的信息既包括对过去经营业绩的记录,对目前经营成果、资产负债状况和现金流量状况的反映,也包括对未来财务会计信息的描述。

公司治理的重要基础是杜绝虚假和严重误导性的财务记载。对公司治理相关人士利益关系最大的是虚假的财务记载,这也是公司法和证券法等法规明确禁止的。但是财务虚假往往缺乏判断的标准,依据不同的会计准则、会计制度和会计政策编制的会计报表存在很大的差异,这是对会计基准缺乏专业认识的一般投资者所难以识别的。正是在这个意义上,财务会计的“虚假”得以堂而皇之,并对投资者造成重大误导,这些法律法规所禁止的行为由于披上误导的外衣,在现实中受到的处罚远比收益小得多,因而公司治理的虚假和误导成分在相当程度和范围内存在。这在投资者是心知肚明的,难怪投资者对信息披露的信心不足,长此以往,市场信心将受到创伤。

正如没有十全十美的法律一样,会计准则也有其自身的局限性。究其原因,会计准则往往措辞比较模糊和灵活,指导财务报表如何编制的标准也往往只是用来缩小可用的选项。各种准则虽然追求会计处理的统一,但也认同对同一项业务作出不同的会计处理,比如关于存货的计价、折旧的方法等。会计法则及法规的模糊

性还体现在一些细微方面和未作定义的概念上,比如“真实公允”、“重要性”、“充分性”等。这些概念给会计实际操作留下了很大的主观判断和变通余地。正是由于会计准则有其自身的缺陷,公司经营管理者便创造性地利用这些机会,操纵会计报告和报表,主要表现为自行选定评价流动资产和固定资产价值的基数,确定资产使用年限、折旧方式;自行选定认可长期契约中成本和收益的基数;自行选定会计政策。由于会计准则本身具有较大的弹性和自由解释空间,会计事务本身也是一种竞争性业务,会计师事务所为了招揽业务,往往竞相为客户提供各种具有创造性的灵活变通解释。可见,会计信息所反应公司价值未必能代表公司的真实价值,往往是经营者与会计师共同操纵的结果。

对关联交易的财务会计处理是公司治理的一个核心内容。真实、公允地进行会计信息反映,最关键的是反映与大股东的交易,对关联交易价格、成本、费用、债项的处理,关系到中小股东利益,这往往成为关联方操纵财务会计信息的重要手段。如果我们的关联交易会计与披露脱节,对关联交易、内部转移价格(Transfer Pricing)的会计准则长期落后,无疑会对公司治理构成障碍。

寻机性会计也是导致会计信息失真的重要原因,寻机性会计是指通过包装或修饰公司财务报表以求达到某种目的的会计处理方式,不同于做假账,其本身并非违法行为,但使得公司财务报表信息严重失实。会计报告所反映的公司价值,不过是会计报告所声称的公司价值,即依据会计准则所认定的公司价值,如果经营者通过各种隐秘手段进行精心操纵,公司的会计价值与其创造财富、增加价值能力可能大相径庭。易言之,会计收益不等于经济收益,甚至可能存在巨大差异。

20世纪90年代以来,美国公司中比较普遍的“大沐浴”会计就是典型寻机性会计。其做法是,一次性地对累计营业收入,而不是对当年营业收入提取重组费用,可谓一举数得。比如一个公司

前五年每年收益是每股 10 美元,在第六年年底决定收取 75 美元重组费用。从会计角度而言,该公司在这六年中,年年都有盈利,每年都有每股 10 美元的收益。尽管该公司这六年来一直亏损,但是通过溯及既往提取重组费用既不影响人们对过去 5 年业绩的看法,也不影响第六年的营业收益。美国西屋公司在 1993 年对过去七年的收益提取了 6 笔重组费用,该公司财务报告中的所谓“营业收益”不过是一纸空文,毫无价值。

由于寻机性会计采用的方式往往十分隐秘,且不断翻新,很难对其手法作穷尽列举。其主要方式有以下三种:①收益平均化和隐蔽准备金。这是国外早期寻机性会计普遍采用的形式,常常被同时采用。这在德国公司相当普遍,也是银行持有工商业公司股份的重要激励。收益平均化是指有意压低生意兴旺年度的报表利润,将其转移到亏损年度,使公司财务报表反映出持续稳定的盈利趋势。隐蔽准备金指人为地低估公司净资产或高估负债,予以实现。②窗饰(Window Dressing)。“窗饰”则是指在某一时期(如结账日或债务索赔日)调整公司的财务报表,使其反映出良好的财务状况。这种方式往往通过在会计年度将要结束的几个月使尽一切手段增加现金流量,分散报表使用者对公司低效经营的注意力。③表外筹资(Off Balancing Finance)。表外筹资是公司在资产负债表中未予反映的筹资行为,其手法比“窗饰”更隐秘。表外筹资方式很多比如租赁、构建秘密的附属公司等。租赁曾作为表外筹资的最有效形式在西方国家风行一时。对承租者来说,租入设备扩大了公司生产能力,却可以不增加公司的资产,从而有效地提高了公司的投资报酬率。对于集团公司来说,构建秘密的附属公司往往是母公司达到表外筹资的主要形式之一。母公司通过秘密控制某个公司进行筹资,但该公司在法律形式上并不具备成为其子公司的条件,不必纳入合并报表的范围,合并的资产负债表也就反映不出该公司的负债情况。那么,母公司如何运用这笔秘密资金呢?

这笔资金不能由秘密的附属公司直接贷给母公司。否则,将构成母公司的一项负债,表外筹资也将无从谈起。通常的手法是,以其购买母公司所需要的资产,再由秘密的附属公司以经营租赁的方式交付母公司使用。为了使租赁形式合法化,可以象征性地收取租金,或用这笔资金去购买母公司的闲置资产。这种形式的表外筹资非常隐蔽,很难被公司外部人员发觉。

寻机性会计好比迷药,在某个相当长的时期内,利用其对公司的财务报表进行某些刻意的修饰,可以使公司呈现出一派欣欣向荣的假象,迷惑公司股东和其他控制者,使得公司控制机制失灵。但一旦真相暴露,已经是覆水难收,公司已处于无药可救的境地。

公司的一切控制机制都依赖会计信息的准确可靠性,而寻机性会计则以各种障眼法,使公司控制者麻痹,导致控制机制失灵,许多公司因此陷入一蹶不振的境地或破产倒闭。欲充分发挥各种控制机制的功能,必须提高会计信息的准确可靠性,必须对寻机性会计进行治理。

### 三、审计系统的独立性

审计有助于提高社会公众对公司所提交的各种报告报表的信任度,是确保会计信息真实公允的重要防线。那么,审计员能否客观公正地进行审计?审计信息是否真实可靠?这就有赖于构筑独立的审计系统,增强法定审计员和审计委员会的独立性,从而提高审计信息的可靠性。信息披露的目的是为了使股东和社会公众知情,提高公司经营管理的透明度,强化对公司经营者的监督和控制。只有公司所披露的信息准确无误,才能达到监督和控制公司经营者的目的。如果没有独立第三人进行审计,股东和社会公众可能怀疑公司所提供报告的准确性,这是理所当然的。究其原因,公司所公开的各种报告和报表恰好是被监督者自己制作的,必须通过审计以确保其准确性和可靠性。世界各国(地区)都要求对公司所提交的各种报告和报表必须予以审计,审计的目的就是让审

计员就财务报表的所有实质性方面是否按照有关财务报告规范制作而发表其意见。1999年5月经合组织通过的《公司治理原则》要求,公司所提交的财务报表须由独立审计员进行审计,确保其客观性。美国早在其《1934年证券交易法》第10A节就要求,上市公司提交的财务报表须由独立公众会计师根据公认审计准则予以审计。美国商业圆桌会议在其《公司治理声明》中也有同样要求。英国1985年《公司法》第235节和237节要求对公司所提交的所有报告和报表进行审计,德国《商法典》第252节和321节也有同样要求。

### 1. 法定审计员的独立性

由于审计员的特殊专业技能和法定职责,社会公众对其寄予极高的期望。问题是审计员能否真正全面客观地对公司情况进行审计?能否发表公正、不偏不倚的审计报告?如果审计员附属于公司经营者,不具有独立性,其所出具的审计报告和审计意见就值得怀疑。为确保其准确性和可靠性,审计员的独立性至关重要。所以,美国会计准则公告(SAS)要求,独立审计员不仅是要独立,而且还要避免各种会让外界怀疑其独立性的情形。经合组织在《公司治理原则》中,同样强调了审计员的独立性。

在绝大多数国家(地区),审计员为股东选任和解任,代表其对公司经营状况和财务状况进行审计。从法律上和理论上来看,审计员是独立的。但是,实践中有以下五个方面因素严重妨碍其独立性:

(1) 审计员任命程序。从法律上和形式上来看,审计员是由股东任免。但是,股东人数众多,由于“搭便车”的问题,股东不可能亲自去挑选审计员。实践中,审计员由公司经营者挑选,聘请审计员的条件包括审计报酬均由经营者一手操办,股东大会只是认可而已。于是,审计员与公司经营者之间关系甚为密切,许多审计员甚至对经营者感恩戴德。在审计过程中,审计员往往听命于经

营者 ,甚至有求必应 ,以便能够长期担任该公司的审计员 ,或者获得更多非审计业务。

(2) 审计业务竞争压力。审计自身也是一种竞争性业务 ,审计事务所与公司之间具有相互依存关系。公司经营者可以利用审计事务所之间的竞争压力 ,使现任审计员言听计从 ,不敢坚持原则和立场。如果审计员对公司财务报表提出意见 ,公司经营者往往明确对审计员意见表示异议 ,有的还咨询法律意见 ,有的则运行与其他审计事务所开始接触 ,作出另觅审计员的架势 ,对现任审计员施加压力。审计事务所不能不计较其业务得失 ,要想所有审计员不计较其业务得失 ,而维持其独立性 ,实在是太天真。

(3) 非审计业务。审计事务所除了提供审计业务之外 ,还有许多非审计业务。审计员往往寄希望于为其客户提供非审计服务 ,包括税务咨询、公司财务和融资、业务顾问、法律顾问等。审计事务所对这些业务的期望及这些业务本身均可能影响其审计报告的公正性和质量。比如 ,审计事务所为公司提供了融资服务 ,事后证明其提供意见是错误的。如果该事务所同时负责审计 ,公司经营者和审计员均希望掩盖上述事实 ,不愿意向监事会和股东大会披露。再则 ,审计员能否获得非审计业务往往取决于其在审计过程中 ,是否与公司经营者合作。如果审计员不对经营者俯首帖耳 ,经营者当然要另觅顺从的审计员。为了获得非审计业务 ,审计员往往在审计过程中拿原则与经营者做交易 ,使得审计独立性丧失殆尽。

(4) 公司自身审计成本的压力。作为公司来讲 ,面对市场的激烈竞争 ,尤其是在财务形势吃紧的情况下 ,更是希望压低审计成本。只是希望象征性花点钱 ,买到审计意见 ,满足形式上的法定要件而已。根本不希望审计员正规地进行审计 ,也没有打算支付严格审计的成本 ,当然审计员也不会贴本去为这种公司认真地进行审计 ,只好应付了事 ,皆大欢喜。

(5) 会计准则自身具有弹性。由于会计准则自身具有弹性, 公司经营者往往可以挑三拣四, 选择对其最有利的方式, 甚至创造性地利用这些机会, 操纵会计处理方式和报表。这主要表现为自行选定评价流动资产和固定资产价值的基数, 确定资产使用年限、折旧方式; 自行选定认可长期契约中成本和收益的基数; 自行选定会计政策。如前所述, 审计事务本身也是一种竞争性业务, 审计事务所往往对此“睁一只眼闭一只眼”。如果要坚持原则, 公司经营者可能以更换审计员作为要挟。

为确保审计员的独立性, 各国采取的提升审计员独立性的主要措施包括以下四个方面:

(1) 董事会或监事会负责审计员的任免。为确保审计员的独立性, 就需要保证审计员远离经营者, 贴近董事会或监事会, 或审计委员会。各国均主张由董事会或监事会负责审计员的选任和解任, 审计员对董事会或监事会负责, 其所出具的审计报告应该送达所有董事或监事。董事会或监事会讨论财务问题, 可以邀请审计员出席。德国在公司法改革过程中, 已经明确了上述改革思路。

(2) 报酬披露和最高限额。为了避免审计事务所与公司之间的利益冲突, 最激进的改革办法就是禁止审计事务所为其客户提供非审计业务。不过, 这种办法并没有被采纳。各国在这方面所采取的措施主要有以下三个方面: ①事先获得保证。法国 1999 年《维也纳特报告》建议, 公司在没有获得法定审计员所在网络对审计员独立性和客观性的保证之前, 不得向该网络的成员委托重大咨询或协助业务。②披露审计报酬和非审计报酬数量及比例。法国 1999 年《维也纳特报告》要求, 公司董事会的审计委员会每年至少向董事会报告 1 次, 该公司及其附属机构向法定审计员所在网络所支付的审计报酬和非审计报酬数额, 该网络成员所获得的报酬所占比例。英国 1992 年的《凯得伯利报告》有同样的建议, 即披露支付给审计事务所的所有非审计报酬。公司董事会的审计委员

会应负责审核该公司支付给审计事务所的非审计报酬占该审计事务所收入的比例和该公司总咨询费用的比例。③限定从单个客户获得收入的最高数额。德国现行法律规定,一个审计员从单个特定客户取得的收入不得超过其总收入的 $1/20$ 。英国审计行业有关准则规定,审计员从单个客户获得的收入不得超过其总收入的10%。1998年的《韩陪尔报告》不仅要求董事会的审计委员会定期审核公司与审计员之间的总体财务关系,而且还建议,审计行业协会进一步检讨上述限额,应考虑降低该比例。易言之,审计事务所客户应进一步多元化,不能过分依靠单个客户,从而减少对特定客户的依赖性,以增强其独立性。

(3) 审计员轮换。各国审计员的任期为1~6年不等,有的还是无限期的。同一个审计员为特定公司工作时间太长,其间可能形成密切的关系,可能影响审计员的独立性和客观性。当然,也有一些公司不断更换审计员。研究表明,影响审计员更换的主要因素包括高层经营者人事变更、公司所有权结构变化、收益情况变化、审计员报酬及其声誉等。在德国企业集团中,企业集团往往倾向于聘请同一个审计员或审计事务所。最激进的改革办法就是强制实行审计事务所轮换制。不过,这种方式弊病较大,因为不利于审计事务所与公司之间建立信任关系和正常工作关系,不利于提高效率。在欧盟成员国中,原来有两个国家强制实行审计事务所轮换制,现在已经废除了该制度。比较两全其美的办法就是,不需要审计事务所轮换,但是审计事务所内部的审计人员须定期轮换,既有利于保证独立性,也不牺牲效率。英国《凯得伯利报告》持这个立场,德国公司法改革过程中,也是这个主张占上风。欧盟的欧洲议会1998年1月15日通过的《欧盟法定审计员的地位、作用和责任》蓝皮书,同样支持审计事务所内部轮岗的办法。

(4) 审计员责任。强化审计员责任是一个重要的工具。但是,审计员应对谁承担责任?这是一个非常具有挑战性的政策界

限问题。如果依据传统的观点,只是对公司和股东整体负责,既不对单个股东,也不对其他第三人负责。其保护范围可能太窄,许多有利害关系的第三人利益得不到保护。如果要保护单个股东和其他第三人利益,审计员责任就是个无底洞,审计员随时可能被他人起诉索赔。于是,审计费用肯定上涨,审计员保险费用上涨,这个成本最终还是要转嫁到消费者。目前所取得的基本共识为以下五个方面:①审计员负责的对象不仅仅是被审计的公司而应包括合理信赖其审计报告的第三人。②允许设立审计员责任最高限额,允许通过合同限制其责任。德国规定,审计员责任以50万马克为限。③允许审计事务所注册为有限责任公司。④考虑设立比例责任制度。⑤考虑建立董事和审计员强制保险制度。

## 2. 审计委员会的独立性

法定审计员毕竟处于公司外部,只是对公司进行一次性审计。然而,对公司管理信息系统和内部控制系统的有效性的评估应该是经常化,应有连续性。这就要求公司董事会层次上设立审计委员会,并在公司管理层设立内部审计系统,以便能够连续地及时向董事会审计委员会提供充分信息,履行其控制和监督的职能。

早在1978年美国纽约证券交易所就在其《上市规则》中要求上市公司设立审计委员会,其成员须全部为独立董事。20世纪90年代以来,各国所颁布公司治理方面的原则、准则或报告,均有设立审计委员会的要求,而且强调全部或大多数成员由非执行董事或独立董事组成。实践中,绝大多数大型公司董事会均设立审计委员会,审计委员会在美国已经有20多年历史,英国也有10年历史了。据1989年一项调查表明,美国大型公司中有97%均设立有审计委员会。据英国1992年的调查表明,在《泰晤士》杂志调查的1000家公司中的最大的250家工业公司中,有53%设立了审计委员会,如果排除非上市公司和外国子公司,该比例上升到66%。英国绝大多数金融机构已经设立了审计委员会。另据《凯

得伯利报告》实施之后的调查表明,审计委员会比例不仅大大上升,而且最大100家公司审计委员会中非执行董事达到3人以上的,其比例高达90%以上。

与英美国家相比,欧洲大陆公司设立审计委员会的时间比较晚,而且不如英美国家那样普及。据著名会计师事务所普莱斯·沃特豪斯对欧洲8个国家65家样本公司调查表明,已经有60%的公司设立了审计委员会,其中英国比例最高,为100%。最少的是瑞典和意大利,瑞典是因为瑞典商业文化向来有开放和透明的传统,而意大利则是变化较慢,尚未转变过来。相对美国公司而言,欧洲大陆公司设立审计委员会基本上均是在最近几年,法国和比利时的公司基本上是在最近2~4年,只是极少数公司的审计委员会有20年历史,如瑞士居里斯·巴控股公司。这65家样本公司中有些公司审计委员会成员均为独立董事,比利时、法国、德国和英国则高达100%。瑞士和瑞典由于历史的渊源关系则是例外,审计委员会成员同样插手经营管理事项,不是独立董事。

从增强董事会控制和监督职能来看,审计委员会可以发挥如下七个方面作用:①代表董事会审核财务报表,提高财务报告质量。②形成相互制约的环境和气氛,减少欺诈机会。③有助于非执行董事积极发挥作用,进行独立判断。④强化法定审计员地位,使其与公司董事会之间有沟通管道。⑤如果法定审计员与经营者之间有争议,可以借此主张其独立性。⑥强化内部审计系统的地位,使其能够更多地独立于经营者。⑦增强社会公众对公司财务报表的信任度。从实践情况来看,绝大多数公司认为审计委员会对于确保公司财务报告质量起到十分关键的作用。有些公司最初设立审计委员会只是为了应付证券交易所上市要件,在品尝到甜头之后,也会真心实意地对待审计委员会,使其成为财务董事有机组成部分。

审计委员会与董事会整体情况一样,也是属于会议体。欲使

其充分发挥控制和监督职能,还需要公司有常设性专业性的内部审计系统,为其提供充分的信息。英国《凯得伯利报告》建议公司董事会每年对内部控制系统的有效性进行评估,对审计员进行审查验证。由于“有效性”尺度难以把握,1998年的《韩陪尔报告》建议取消“有效性”这三个字,但是董事会对内部控制系统评估的最低标准仍然维持不变,即董事会仍然需要评估内部控制系统的有效性。该报告还建议,凡是没有单独设立内部审计系统的,应随时检讨是否需要设立。美国商业圆桌会议在《公司治理声明》中也明确要求,董事会应确保公司设立有效的控制系统。在欧盟层次上,欧洲内部审计协会联合会在其《欧洲内部审计》报告中,呼吁欧盟通过立法,要求大型公司设立专业性的内部审计系统。经合组织在《公司治理原则》中也明确要求,董事会须通过风险监控、财务控制等措施来保证公司会计和财务报表的完整性、合法性及可信性。可见,绝大多数国家(地区)均认识到,包括内部审计在内的内部控制系统对董事会充分发挥其控制和领导职能具有重要作用。

#### 四、信息披露制度

##### 1. 信息披露制度与证券市场效率的关系

“有效市场说”的提出者法玛(E. F. Fama)曾经对有效率的市場给予如下定义:证券价格能够完全反映全部信息,市场上每一个投资者都可以利用所获得的信息取得更高的报酬,市场竞争使市場证券价格从一个均衡水平过渡到另一个价格水平,而与新出现的信息相对应的价格变动是彼此独立的或称随机的。

“有效市场说”理论研究表明,資本市場证券价格与信息之间存在着内在的联系,資本市場上各种证券的价格充分反映市場上所有信息是資本市場运营效率以及资源配置效率的基础。由此可见,信息与資本市場价格的形成有着极其密切的关系。

信息作为一种特殊产品,它是市場价格形成的内在决定力量。同时,信息又是一种特殊的资源,信息拥有者可能在資本市場上获

得潜在利益。正是考虑到信息的这一特点,所以各国金融管理局在资本市场的监管条例中对于有关信息公开这一问题都制定了极其严格的规定。例如,美国的证券法以信息披露为核心,一贯强调信息在资本市场上的透明度。在1975年美国证券法修正案中,就有要求所有证券交易所必须将市场行情与交易情况向全国发布的明确规定。美国政府金融监管当局之所以这样规定,其目的就是希望通过政府强制措施以保证证券市场价格形成的信息能够成为一种公共产品。由此可见,信息公开披露制度对于保护投资者的利益、提高资本市场流动性以及维护市场各交易主体公开、公正、公平地竞争,确实起到了极其重要的作用。

## 2. 信息披露制度对证券市场效率的影响

信息公开披露制度作为资本市场秩序稳定的制度核心,在下列方面发挥了极其重要的影响。

首先,它以法律的形式有效地保证了资本市场交易在公开的原则下进行。美国法官布朗德斯(L. Brandeis)曾经说过:“公开原则好比太阳,是最佳的防腐剂;好比电灯,是最有效的警察。”在信息披露制度的约束下,信息披露主体以及参与人都必须依照法律规定的要求,定期与不定期地按照规定的格式和内容将有关影响市场交易价格的相关信息对社会公开。因此,信息公开披露制度在这里实际上起到了资本市场“电灯”的作用,它使资本市场的透明度大大得到提高,市场交易者能够在彼此都感到公平的竞争环境中进行公开的交易,各种企图破坏市场交易秩序的行为因此而得到有效地限制和禁止。

其次,作为维护市场秩序的制度基础,信息公开披露制度使市场信息由不对称向对称转化,从而提高了资本市场运行效率与监管效率。这可以从两个方面得到证明:

一方面,这项制度由于保证了所披露的信息必须符合法律所规定的标准,从而使所发布的信息在质量、及时性和全面性等三个

方面得到了有效地保证。显然,这有利于提高资本市场的运行效率。世界各国(地区)政府的金融监管当局都制定了信息披露的三个标准:即时间上的及时性、质量上的有效性和数量上的全面性。及时性的标准有利于投资者根据最新公布的信息以及行情变动作出理性选择,并且还可以通过缩短信息产生与公布的时间差来尽量防止和减少内幕交易的可能性。而信息质量上的有效性,则是对所披露的信息在真实性、可靠性和理解性等方面提供了保证。根据信息公开披露制度的规定,凡是对外公开披露的信息,都必须让社会一般公众投资者能够很容易地获取,容易理解、分析并掌握。此外,从信息披露的规范形式来看,关于信息公开的内容与格式,各国(地区)法律都有明确规定,其目的在于通过规范信息披露人的行为,保证所披露的信息具有可比性、易理解和运用。而且,信息披露制度还要求信息披露的当事人必须将与证券价格相关的所有信息全部对外予以公开,不得有任何隐瞒和遗漏。全面而真实可信的信息,为资本市场的良好运行效率提供了保证。

一方面,信息公开披露制度从内容上形成了一个完整的体系,这个体系对于提高资本市场监管效率同样具有极其重要的现实意义。美国资本市场之所以被认为是世界上效率最高的资本市场,一个极其重要的原因就是美国具有当今世界上最完善、最规范的资本市场信息披露制度。而且,信息披露制度在保护资本市场投资者,尤其是中小投资者的利益方面起到了重要作用。这主要是因为资本市场上,广大中小投资者由于信息的不对称、信息成本太高等原因,在市场交易中处于相对弱小的地位,如果没有一个规范、权威的信息披露制度来保障,证券市场上的信息披露主体,即证券发行商、上市公司等机构就会利用自己掌握的信息主动权随心所欲地提供虚假信息,或者根据自己的需要提供一些仅仅于自己有利的信息,更为严重的是还可能进行内幕交易。结果,必将使广大中小投资者的利益受到严重侵害。信息披露制度的制定和有

效运行,从法律的角度明确了资本市场信息披露主体的义务,规范了他们的行为,这就使得一般投资者能够在一个平等的条件下参与竞争。美国证券委员会对此曾有过一段这样的表述:“联邦证券立法的全部构造中枢,就在于企业信息内容的公开。利用有关其即将投资或已投资证券的适当的财产状况资料或者其他信息,广大投资者能够作出明智的投资判断,而且是防止证券欺诈的最好方法。”<sup>①</sup>

---

<sup>①</sup> 植草益,《微观规制经济学》,中国发展出版社,1992。

## 第五章 证券市场对公司治理作用的国际比较

从历史来看,不同的国家(地区)具有不同的社会传统、法律体系、政治体制及经济制度,因而演化出了多样化的产权结构、融资模式和要素市场,进而形成了各异的公司治理模式。公司治理模式的不同,使得证券市场参与公司治理的程度不同,英美公司治理模式主要依赖证券市场,公司所有权较为分散,公司控制权市场活跃。英美模式的<sub>最大特点是存在一种对业绩不佳的管理者进行替代的、持续的外部威胁,也就是外部监督机制充分发挥作用。</sub>德日模式主要依赖银行及大股东的<sub>作用,控制权市场不发达。</sub>本章以英、美、德、日等西方发达国家为背景,通过对公司治理模式、市场机制及监管机制的比较研究,找出差别,总结西方国家的经验,以利于我国的实践。

### 第一节 公司治理模式的比较

股份公司治理模式的形成是一个漫长的制度变迁过程。近年来以哈佛大学的 La porta、Lopez-Silanes、Shleifer、Vishny 等为代表的经济学家陆续发表了一系列论文,从国际比较研究的角度对公司治理的决定因素进行了实证研究,建立了一个较为系统完善的分析框架。<sup>①</sup>根据 Laporta 等人的研究思路和结果,每个国家(地区)的法源决定了《公司法》和《商法》的特点,而不同类型的《公司

---

<sup>①</sup> La porta 和 Shleifer 是哈佛大学经济系教授,Lopez-Silanes 是哈佛大学肯尼迪政府学院教授,Vishny 教授供职于芝加哥大学商学院。

法》、《商法》对外部投资者、特别是小投资者的保护程度有所差异，从而使不同国家形成了各异的融资模式和所有权结构，进而产生不同的公司治理模式。

### 一、公司治理模式的划分及特征

关于公司治理的学术研究，很自然地指向一个主题，即关于公司治理模式的研究，其实际的含义是：是否存在一种被实践证明能最大限度地降低代理成本的公司治理结构，如果有，这种模式又有多大的可移植性。

目前关于治理模式，研究最多的是英美模式和德日模式，Moerland 提出了对公司治理结构的较有代表性的区分，他将公司治理结构模式分为市场导向型和网络导向型体制。

市场导向型体制的特征是具有发达的金融市场，公司所有权较为分散，公司控制权市场活跃，实施这一体制的典型是英美等国。市场导向型体制的最大特点是存在一种对业绩不佳的管理者进行替代的、持续的外部威胁，也就是外部监督机制充分发挥作用。

网络导向型公司的特征是公司股权集中度高，全能银行在公司融资和公司监控中实质性地参与，网络导向型体制的最大特点是大股东持股比例高，通常会承担起对管理层监督的责任，实施这一体制的典型是日本和德国。

亦有学者对公司治理作了其他的分类，席酉民提出了公司治理的三分法，即将公司治理模式分为以韩国为代表的家族监控模式、以美国为代表的外部监控模式、以日本为代表的内部监控模式，席酉民并对三者的特征进行了归纳<sup>①</sup>。我们认为：席酉民用外部监控和内部监控来概括英美型公司治理以及日德型公司治理的特点是比较准确的，但是韩国的公司治理机构是否可以作为最大

---

<sup>①</sup> 席酉民，公司治理与中国企业改革，机械工业出版社，2000。

限度地降低代理成本的公司治理模式则值得商榷。因为近年来东南亚国家(地区)的发展实践表明,家族监控并非公司治理的演变方向,韩国大的家族已经习惯于借助与政府的盘根错节的关系获得一系列优惠条件,其中包括银行的低利率的信贷支持,并致力于企业的规模扩张,换言之,韩国的公司治理更多的是政府干预和支持的产物,而不是市场发展的结果。因此,在经济全球化的背景下,韩国企业并未表现出持久的竞争力,表明其公司治理的基础非常脆弱,事实上,当前韩国旨在实现经济复苏的重要步骤之一就是限制家族企业的作用、减少政府对经济的干预和发展机构投资者,大宇集团的破产就是韩国经济改革的标志性事件之一。可以预见,即使是在韩国,金融机构也将逐渐取代家族而成为公司控制中的主要力量。因此,我们比较认同 Morland 关于公司治理模式的划分。

## 二、公司治理模式的具体比较

### 1. 公司目标

在英美模式中,股东是公司的所有者和剩余利益索取者,公司存在的根本目标是为股东创造价值,股东价值的最大化被潜在地视为社会利益的最大化,而公司的其他利益相关者如雇员、债权人等获得的仅仅是固定报酬。

而在日德模式中,公司不仅仅是股东的工具,它应对更广泛的利益相关者负起责任。例如,日本公司大多采用终身聘用制,高层管理人员如董事会成员都从该公司底层做起,他们对员工待遇及福利等事项的关注往往胜于对股东利益的重视。这种非常密切的关系有助于促进内部团结,是日本社会的缩影。德国的企业职工通过选举职工代表参与监事会和职工委员会,来实现其参与企业管理的“共同决定权”。这种公司内部“劳资共决制”是德国公司治理的一个重要特点。除德国外,丹麦、荷兰、瑞典、法国等国家都在公司法中规定职工参与公司管理的制度。

有鉴于此,有学者将日德公司治理制度的精神称为“员工公司主义”(Employee Corporatism),而将英美模式称为“股东公司主义”(Shareholder Corporatism)。

## 2. 董事会机制

美国公司的董事会由股东大会选举产生,其中外部董事约占董事会成员的 $3/4$ ,内部董事则为公司的高级主管人员。董事会下设若干委员会,如审核委员会、薪酬委员会、提名委员会等,其目的是保持董事会的独立性和客观性。正如 Williamson 指出的那样,“管理阶层参加董事会可以提高信息的质量,扩充信息的数量,并能提高董事会的决策水平,而独立董事的参与则有助于维持董事会和管理层之间的基本控制关系。董事会在公司治理方面的效率取决于董事会的独立性和信息获取能力间的替代”。

日本公司的董事会几乎全部是内部董事,董事一般由企业内部产生,经过长期考察和选拔而得到逐步升迁。大多数董事由公司各事业部或分厂的领导兼任。日本公司董事会的另一特色,是董事之间存在地位高低之分。在英美公司中,董事的地位是平等的。但在日本,董事可再分为主席、总裁、高级常务董事、常务董事及一般董事等。为了借鉴美国外部董事制度的精神,日本于 1990 年修订了商法及商法特例法,对监事会制度作出三点修正:(1)将监事的任期从两年延长为三年;(2)将大公司监事的人数调整为三人以上,其中一人须为外部独立监事;(3)监事会制度法定化。从实际效果来看,由于缺乏历史和社会基础,日本公司中外部监事制度的建立仍较为少见。

德国股份公司法规定,公司必须有双层制的董事会结构,一个是管理委员会,另一个是监事会。前者负责公司的日常事务,后者是公司的控制主体,负责任命管理委员会的成员并且审批公司的重大决策,并监督其行为,但不履行具体的管理职能。在德国生产性企业中,股东推举 50% 的监事会成员,其他 50% 的监事会成员

是由职工选举的,但股东可以用超多数的投票越过职工监事员的限制而拥有控制公司的重大决策权。

在亚洲地区,虽然有一些国家(地区)采取双层董事会,但绝大多数国家(地区)都采取单一董事会。韩国尽管受到日本影响,但没有采取双层董事会。泰国正在考虑由单一董事会转向双层董事会来提高董事会独立性。绝大多数亚洲政府在推行新的公司治理原则时,没有致力解决控股股东股本比重过高的问题。如果控股股东股本比重过高的问题没有解决,即使公司指定了新的独立董事,并且形成了独立的董事会下属的委员会,但是在新独立董事由控股股东而非一般股东题名且指定的情况下,根本无法保障董事会实现独立性,很难期望独立董事能积极地寻求股东利益最大化而与现行的首席执行官发生抵触。此外,真正有能力来担当独立董事的人选不足也是独立董事制度难以真正见效的障碍。

### 3. 激励性薪酬机制

美国企业薪酬计划的核心是将管理层的个人收益和广大股东的利益统一起来,从而使股东价值成为管理层的决策行为准则。在此根据这一思想,美国公司管理层的薪酬一般包括以工作表现为基础的工资、以财务数据为基础的奖金、以股价表现为基础的股票期权以及以服务年限为基础的退休计划。其中,行使期权计划的收入成为管理层薪酬的主要来源。1998年,在美国前100位大企业高层经理人员的薪酬中,有53.3%来自期权计划,而这一数字在1994年为26%,在80年代中期仅为2%。

日本公司经理人员的报酬比英美公司经理人员的报酬低,主要通过事业型激励,包括职务晋升、终身雇佣、荣誉称号等。在日本,董事的薪酬是由股东大会通过一个总数,再由总裁分发给董事,每人的薪酬是保密的。但在英、美国家,上市条例要求年报中必须列明董事的薪酬及一切由该公司给予的报酬。

德国经理人员的报酬不像美国那样与公司的盈利、股价直接

挂钩 股票期权在德国几乎不存在。Cavanagh 和 Fakler(1996)的研究表明,在中等规模的德国公司中,大约 50% 的管理者有一部分与业绩挂钩的收入,但这部分收入只占他们总收入的 15%。

#### 4. 公司控制权

在美国,银行的控股公司不得持有任何非金融性企业 5% 以上有表决权的股份,并且法律限制了银行在全国范围的经营。因此,公司控制主要是依靠自由的、充满生机的股票市场来进行的。股市对公司治理的作用主要通过股价来反映公司的经营状态。对于需在股票市场融资的企业来说,二级市场股票的低价会提高一级市场融资的代价。对那些现金流量大而无需在证券市场融资的公司,敌意性的购并发挥了作用。可惜的是敌意性的购并活动经过 20 世纪 70、80 年代的活跃期后进入了低谷,这主要是 20 世纪 80 年代末受集团利益影响的立法大大提高了敌意购并的代价。控制公司市场的削弱又迫使美国公司对董事会提出了新的要求,即增加董事会中外部董事,特别是独立董事的人数和权力。

第二次世界大战后美国左右了日本的立法活动。那时,日本法律只允许银行拥有非金融企业 10% 左右的股份;1977 年,法律修改后又规定银行对非生产性企业的持股量必须降低到 5% 以下。从表面看,日本银行只能拥有 5% 的非金融企业的股份,但由于银行同时拥有企业集团内其他成员 5% 的股份,以及这些公司成员间的相互持股而形成的贸易和监督关系,银行的作用远大于其持有股份所代表的权利。在这种主银行制度的基础上,日本的企业系列包含了生产、原料供应、批发商、零售商、银行及技术研究等公司,使公司之间形成利益共同体。银行股东经常审阅公司的业务计划,在公司业绩欠佳时,进行直接干预或选出新领导层,甚至提供额外资金支持以渡过难关。因此,日本很少出现敌意购并案件,银行股东的角色被认为是取代了购并的功能,使公司治理内部化。有学者将之称为“契约治理”。

在德国,法律对银行持有非金融企业股份没有什么限制,因此,德国银行不仅是大型非金融企业的贷款提供者,而且也是这些公司的主要股东。1986年,德意志、德累斯顿和商业银行三家银行共同控制了西门子32.5%、奔驰61.6%、大众7.9%、拜耳54.5%、巴斯夫51.6%和赫斯特63.5%的股票。尽管这三家银行对大众公司的持股不高,但德国法律规定除非投资者反对,银行作为经纪人及自己参与的投资公司可以用这些股票在股东大会上投票。在德国最大的100家生产企业中,银行在96家企业行使了推举监事会成员的权利。通常四至五家银行能有效控制生产性公司的决策权。

东南亚和拉美国家的公司控制权市场很大程度上是不活跃的,部分原因是政府的政策限制,另一方面,也表明在股权高度集中的情况下,进行敌意收购是相当困难的。国别研究也表明产业集中度很高,公司通常是多样化经营集团和大公司的一部分。这些集团的内部资本市场以及交叉补贴的体制妨碍了市场竞争成为公司治理的工具。

### 三、公司治理模式的演变

#### 1. 英美外部治理模式日益为各国所仿效

外部治理模式和内部治理模式孰优孰劣一直是人们争论的焦点。在20世纪80年代以前,人们普遍认为,和以市场为基础的外部模式相比,以企业集团、银行和控股公司为治理主体的内部模式能更好地解决代理问题。然而20世纪90年代以来,随着企业国际竞争的加剧和信息技术产业的崛起,内部控制模式的弊端日益显露,由于必须协调许多利益相关者的利益,内部控制型公司实际上很难制定长期目标,从而导致公司追求较为分散且可能是矛盾的一系列目标,而忽略了盈利能力的下降和竞争力的衰弱。

亚洲金融危机爆发后,内部治理模式的缺点得到了进一步的反思。在日本、韩国等亚洲国家,大公司以相互紧密持股的综合性

产业集团的形式存在,家族利益、政府和银行在公司治理中扮演着重要角色。在这种治理结构中,政府支持特定产业部门的扩张,银行则将信贷导向目标产业,而不是对企业加强财务约束,从而导致生产能力大量过剩、企业过度负债和资本利用效率的低下。

在上述背景下,以市场为导向的外部治理模式逐渐成为各国学习的样板。经济学家和企业家们普遍认为,英美以股东利益为基础、以盈利为导向,重视资本市场作用的模式,更适应当今全球经济环境的急剧变革和信息技术产业的飞速发展。

## 2. 机构投资者发挥着日益积极的作用

传统的机构投资者与其投资的公司保持较为疏远的关系,在公司管理不善和股东价值被忽视的情况下,它们会出售股票以保护自己的利益。但近年来,随着养老基金、保险基金和投资基金等机构投资者的持股数额越来越大,它们不再像以前那样通过“用脚投票”来表达对管理层的不满,相反,越来越多的机构投资者(特别是养老基金)发现参与“关系投资”(Relationship Investment)有助于提高自己的投资组合价值,它们正日益加强和管理层的接触,在公司治理中发挥积极的作用。

在西方国家中,企业越来越重视加强与投资者,特别是一些机构投资者的联系和沟通,以保持公司经营的透明度,树立公司在资本市场上的良好形象。英国投资者关系协会对英国 200 多家大型企业的高层经理的调查表明,72%的人都认为他们比三年前更重视企业与投资者的关系。而机构投资者为保证持续获利,也希望与企业建立一种长期信任的关系,通过建立机构投资者协会、分享信息、积极投票、向管理层提供建议等各种方式加大对企业的影响力。这种合作共进的治理方式既推动了企业发展,促进了长期发展目标的实现,也使机构投资者能够持续获利,增强了长期投资的信心。

### 3. 银行在公司治理中的角色开始减弱

在日本、德国、法国、瑞士等国家,银行在公司治理中曾扮演着举足轻重的角色。随着国际竞争的加剧,银行业日益认识到惟一可行的策略就是进行良好的成本控制,注重核心竞争力并减少外围业务。这种情况正促使银行重新评价它们在公司治理中的作用。

在上述背景下,治理活动被视为使银行背离金融中介和信用选择的基本使命,同时也产生了大量利益冲突。此外,银行越来越发觉它们已在行使公司治理权上耗费了大量精力。认识到这种新情况,许多欧洲银行的私有化进程往往以卖出银行持有的股票为先导,从而加强对资产负债表的要求。德国最大的两家银行<sup>①</sup>已经将其持有的长期股份分离出去,形成独立的公司,这样银行就能集中于信贷、证券和保险等金融中介业务,从而迈出了剥离治理职能的第一步。在日本,由于公司日益注重通过国际资本市场直接筹资,日本银行与企业间传统的紧密关系正趋于松散,在最近的银行业重组中,主办银行也开始清理自己的非金融性外围业务。

### 4. 股东利益日益受到管理层重视

新古典经济学认为,一个在有效资本市场中满足资金需要的企业,应该使其股东财富最大化。由于西方企业越来越重视通过证券市场筹集资金,而且证券投资的跨国化趋势也迅速发展,因此股东利益日益受到公司管理层的重视,股东价值已被普遍接受为衡量管理层业绩的基准,并且被越来越多地运用于整个公司的每一个活动,使西方企业出现了简化组织结构、注重核心竞争优势、分拆非盈利业务等趋势。

20世纪80年代,上述趋势首先在英、美等国出现,目前已经蔓延到欧洲大陆国家和日本。传统上注重对职工负责而忽视股东

---

<sup>①</sup> 德意志银行和德累斯顿银行。

利益的日、德企业家们终于意识到,在全球化的竞争环境中,对股东利益的重视将导致企业更注重盈利能力和竞争地位,并使企业的经营更加透明,决策更加民主,有利于企业的长远发展和股票市场的稳定。

#### 5. 董事会的独立性大大增强

保持董事会的独立性有助于增加决策的客观性和独立性,加强对公司经理阶层的监督和约束,维护股东的利益。20世纪90年代以来,大量的外部董事加入董事会,使西方企业董事会的独立性、专业性和积极性大大增强。对全美100家最大公司董事会的分析表明:外部董事和内部董事的比例平均为3:1,1/4以上的董事会的外、内部董事比例大于5:1,只有7家公司的内部董事占董事会的多数,而外部董事中又以专家董事和其他公司的经理人员为主。另一方面,董事会中还设立了审计委员会、薪酬委员会等一些专门的委员会,对公司的财务报表、内部风险监控、审计报告、管理层薪酬等事宜进行严格监督,加强对管理层的考核与监督。

#### 6. 管理层股票期权计划被越来越多的国家和公司所采用

西方企业经理层的传统薪酬主要由基本工资、奖金和福利所组成,这些报酬一般根据当期的公司业绩来确定,因而是一种短期的激励措施,容易导致管理层过度关注短期业绩和行为短期化等问题。自20世纪90年代以来,随着知识经济浪潮的兴起和企业国际竞争的日趋激烈,企业家人力资本在现代企业运作中的重要性日益突出,管理层期权计划(Executive Stock Option,简称ESO)这一长期激励机制正被越来越多的公司和国家所采用,以期形成如下良性循环:ESO提供利益激励→管理层更积极工作→企业业绩上升→企业股价上扬(股东财富最大化)→ESO提供激励。

美国是采用管理层期权计划最为广泛的国家,1994~1997年间,美国上市公司中实施ESO的比例从10%增加到45%;与此同时,高级经理层的收入中,在基本工资、奖金和福利等传统报酬之

外,来源于行使 ESO 的收入所占的比重越来越高,目前已达 36% 左右。另一方面,在资本市场和产品市场日益全球化、企业购并热升温的形势下,管理层股票期权计划渐成国际潮流。<sup>①</sup> 长期以来一直崇尚平等薪酬的欧洲和日本企业也纷纷引入经理股票期权计划,以便向管理层提供更有效的长期激励机制,鼓励其更多地关注公司的长期持续发展。

## 第二节 市场机制的比较

控制权机制在不同的国家(地区),发挥作用的程度不同,美国、英国早就有较为完善的规制措施,法国、比利时、意大利和西班牙也都出台了不少规制措施。美国、英国、法国和比利时要求向所有股东要约收购,意大利只是要求收购多数股份,英国和法国则要求收购所有股份。这些法规均不允许被收购公司发起反收购行动。在欧盟层次上,早在 1989 年欧盟就公布了第 13 号公司法指令(草案),不过争议还比较大。比如,是否持股达到一定比例就可以要求收购?如英国要求达到 30%,法国要求达到 1/3,西班牙要求达到不同持股比例,还是根据具体情况界定是否获得了控制权?如比利时和意大利,还是确有证据表明控股股东获得了控股收益?如比利时。而荷兰和瑞典则根本反对上述规制措施,该指令在 1999 年底获得通过。

### 一、控制权机制的比较

自 20 世纪 90 年代以来,各国证券交易所相继制定了诸多软法(Soft laws),这对控制权市场具有非常重要的影响。这方面的先河为英国所开辟,继 1992 年凯得伯利委员会发表《凯得伯利报告》之后,伦敦证券交易所将该报告所提出的《最佳行为守则》纳入

---

<sup>①</sup> 《Fortune》杂志评选的全球 500 家大型工业企业中已有 89% 的公司实施了高层管理人员股票期权计划。

其上市规则,不是法律,却甚于法律。其他国家纷纷步其后尘,加拿大多伦多证券交易所于1994年发布了《Dey报告》,法国的上市公司董事协会于1995年发布了《维也纳特报告》,中国香港证券交易所于1996年发布《最佳行为守则》,荷兰的《比特守则》已经纳入阿姆斯特丹证券交易所上市规则,比利时布鲁塞尔证券交易所于1998年发布了《卡敦报告》。在欧盟层次上,欧洲政策研究中心于1995年发表了《公司治理结构行为守则》。各国证券交易所的这些软法,有的被欧盟采纳,继而在所有成员国推行,比如关于小股东保护的一些做法。

在控制权市场运行方面,德国就是采用自律性软法,自1995年10月1日开始实施自律性的《收购守则》,这不是强制性法律。该守则要求所有股东有权获得相同信息,所有股东均可以从收购价格中获得公平利益,收购者向所有股东支付相同价格。不过,允许只收购特定股份。股东持股达到50%,须进行强制要约收购(第16条),期限为18个月。至于收购价格,该守则比较灵活。第17条规定,强制要约收购价格须与证券市场市价有合理的相关关系,不得低于其达到50%股份的前6个月所支付的最高价的25%。如果在达到50%股份之后,有最近的收购价,如果该价格更高,以其平均价为准。到1997年底,德国已经有363家公司接受该守则,其中有259家为上市公司,85家为金融公司。德国股份指数30家公司有80%已经自觉接受该守则,65%的上市公司自觉接受该守则。

### 1. 公司收购及控制权市场

公司收购在世界各国均存在,即使在证券市场相对不够发达的欧洲大陆国家,公司收购也非常普遍。无论是从公司收购的交易金额还是收购公司个数来看,欧洲差不多占全世界的1/2。从这个角度来看,欧洲大陆国家的证券市场虽然不算发达,但各个国家均有比较活跃的公司控制权市场。不过,欧洲大陆国家的公司

收购主要是善意收购,其非公开性的公司控制权市场比公开性的要约收购规模要大得多。

由于英美国家上市公司自由交易股份比例大,以英国为例,其上市公司的自由交易股份高达 86.95%,最大的 100 家上市公司自由交易股份占 89.37%。公司规模愈大,自由交易股份比率愈高,市场融资量在 500 亿英镑以上的公司,其自由交易股份高达 91.19%。所以,英、美等国家的公司收购非常活跃,收购数量非常大。1995 年,美国的公司收购数量是欧洲所有国家的 1.57 倍。在欧洲的公司收购量中,英国占据大多数,1990 年其收购量占欧洲的 42%,1995 年占欧洲的 55%。自 20 世纪 60 年代以来,公司收购在英美国家十分盛行,股东权似乎变成了出售股份的权利,20 世纪 80 年代达到其鼎盛时期。20 世纪 90 年代以来,英国公司收购数量均未达到 80 年代水平,其中以 1992~1994 年间最低,甚至不到高峰时期的 1/2。1995 年以来有所复苏,英国公司大多数收购为非恶意收购,其中 70% 的收购均成功,有 15% 最终不成功。

德国公司所有权集中度虽然非常高,公司收购却非常多。这可能与德国统一之后,对原东德公司进行大刀阔斧的改造和改组直接相关。就公司收购数量来看,位居欧洲大陆国家榜首。总体来看,德国控制权市场不发达,对于公司治理结构影响不大。德国对于小股东的一系列保护体现在康采恩体系中,而不是通过控制权市场。不过,恶意收购很少见,迄今为止只有三件恶意收购。究其原因,一是双层董事会和共同参与制;二是资本保护规则;三是股份分散的上市公司很少;四是交叉持股;五是委托投票权;六是存在一系列反收购措施,比如表决权上限、一股多票等。

## 2. 敌意收购

(1) 英美国家。由于股权分散,股东利用投票权和大股东机制来控制 and 监督公司经营,都有一个共同的问题,就是发起者承担所有成本,而只能分享到改善公司经营收益的一小部分。这就

是通常所说的“搭便车”问题。恶意收购很大程度上可避免这一问题,发起者通过恶意收购还可获可观的回报,被认为是一个比委托投票或大股东机制更好、成本更低廉的控制工具,成为英美国家控制权市场的特殊标记。自20世纪60年代以来的30年间,股东权似乎变成了出售给恶意收购者的权利。20世纪80年代为恶意收购的鼎盛时期,在1976~1990年,美国的恶意收购为其股东带来7000亿美元收益(1990年价格)。1985~1990年间有1400亿美元公司股票通过恶意收购而换手,英国的情形也类似。1994年,美国证券市场有收购事件3570件,交易额达2267亿美元,英国也有854件,交易额为364亿美元。恶意收购一旦成功,原来经营者一般会下台,很少能够保住其位置。因而,成为恶意收购的目标后,对现任经营者构成强大威慑力。可见,恶意收购的存在,可以随时警告经营者为股东利益服务,不然随时有可能被收购,其经营者地位被改变。

不过,即使在英美国家,恶意收购也并非万能,主要以下四个方面的制约:

首先,收购者不一定能获得回报,甚至有可能赔钱。①许多小股东认为其投票与否无关紧要,不愿出售其股票,而是希望留在手中,等待公司改进经营管理之后,以从中获收益。收购者要想成功就必须出高价,这便使得收购者无利可图。②证券市场运行规则可能让收购者赔钱。英国和美国要求股东收购达5%和3%之后,要披露其所持股份,向其他股东发出可能会有恶意收购的信号,其他股东便可能抬高价位,使收购者无利可图。如果再加上收购费用,还可能赔钱。在英国的情况,对收购者更不利,因为一旦收购者持股超过29.9%,就必须以同样价格收购所有股份;在美国成本可能会低一些,因为只要求收购至控股为止。③收购者面临其他竞争对手,因为收购者的收购行为本身可能提醒其他人,该目标公司业绩不佳。目标公司的经营者也可能邀请“白衣骑士”来收

购,并给他们一些内幕信息,从而对他们更为有利。收购者之间相互竞价,便会进一步抬高收购价格,从而导致收购者亏本。

第二,即便是收购者可获利,收购的威胁可能迫使所有公司经营者优先重视短期业绩,而不重视长期业绩。事实上,股价并不反映公司的根本价值或长远价值,而是随投资者不断变化的情绪和偏好而波动。完全有可能只是证券市场为一公司股票定错价位,因而该公司被收购,经营者被炒鱿鱼。为此,经营者便会全力以赴提升股价,并不致力考虑股东长远利益和公司长期业绩。

第三,恶意收购并不能解决巨人公司的问题,如国际商用机器公司和通用汽车公司。一是由于这些巨人公司太大,很多人无力收购;二是巨人公司均有政治后台,也会使一些收购者望而却步。例如,汉森集团仅收购了帝国化学公司一点点股份,便招致英国政客和媒体的批评。

第四,反收购法律障碍。20世纪80年代以来,美国州一级的反收购法律爆炸式地增长,在一些公司注册量大的州就更是如此,如德拉华州、纽约州和宾夕法尼亚州,这些州仅对股东提供十分有限的保护。其中,最沉重的打击是1989年,德拉华州最高法院认可时代出版社设置反收购“毒丸”。尽管该收购对所有股东均有益,但时代出版社还是可以拒绝收购者的收购要约。

总之,恶意收购虽然不失为一个有效的控制经营者的机制,但不是万应灵药。如前所述,20世纪90年代以来恶意收购在美国和英国大幅度减少。除了经济衰退的原因之外,恶意收购本身很可能触犯禁止内幕交易的规范,也是一个非常重要的因素。要想收购成功,而且有利可图,就必须了解目标公司情况,便可能涉及到内幕信息问题。美国已有成功的指控案例,如伊万·鲍斯基和米切尔·米尔肯即被指控从事内幕交易。这对于许多收购者具有很大威慑力,可能使部分收购者洗手不干了。

(2) 德国和日本。在欧洲大陆和东亚国家,虽然公司所有权

集中度较高,但是非公开性控制权市场普遍存在,在有些国家还比较活跃。但是,这些国家(地区)几乎没有恶意收购。日本早在1971年就在《证券交易法》中对要约收购进行了规范。可能是由于政府规制过度,日本证券市场很少有要约收购。在1971~1990年之间,一共只有3宗要约收购。1990年日本修改其有关规定,要约收购逐步增加。直至1993年底,已经有9宗要约收购。目前尚没有出现成功的恶意收购。德国自第二次世界大战以后仅有三个恶意收购案例<sup>①</sup>,这在德国公司治理结构领域反响很大,引起了众多专家学者和实务界的注意。与英、美国家恶意收购不同的是,被收购公司股东非但不能获得额外回报,反倒遭受损失。这三大恶意收购的成功,并不完全依靠控制权市场的作用,德国银行起到了非常关键的作用。

## 二、股票期权机制的比较

美国企业薪酬计划的核心是将管理层的个人收益和广大股东的利益统一起来,从而使股东价值成为管理层的决策行为准则。在此根据这一思想,美国公司管理层的薪酬一般包括以工作表现为基础的工资,以财务数据为基础的奖金,以股价表现为基础的股票期权以及以服务年限为基础的退休计划。其中,行使期权计划的收入成为管理层薪酬的主要来源。1998年美国前100位大型企业的高层经理人员的薪酬中,有53.3%来自期权计划,而这一数字在1994年为26%,在80年代中期仅为2%。

日本公司经理人员的报酬与英美公司相比较低,而主要通过事业型激励,包括职务晋升、终身雇佣、荣誉称号等。在日本,董事的薪酬是由股东大会通过一个总数,再由总裁分发给董事,每个人

---

<sup>①</sup> 这三大恶意收购分别是:①1988年以弗利克(Flick)兄弟为首的投资者收购斐尔德穆尔·诺贝尔公司(Feldmuhle Nobel),1989年又由维巴收购。② 湃尔利公司(Pierelli)于1990年和1991年收购大陆公司。③ 克虏伯公司于1991年和1992年收购霍茨公司。

的薪酬是保密的。但在英美,上市条例要求年报中必须列明董事的薪酬及一切由该公司给予的报酬。一项对销售额 2.5 亿美元的企业调查显示,基本工资、奖金和特殊福利在日本经营者总报酬中分别占 57.8%、21.1% 和 11.1%。<sup>①</sup>由于日本商法在 1997 年前禁止使用股票期权,因此,在日本经营者的报酬中几乎看不到诸如此类的长期激励工资。1997 年后,使用股票期权的企业开始增多,据统计目前约有 8% 的上市公司在经营者报酬中使用了股票期权,股票期权在经营者年收入中大约占 10% 的比重。

一般而言,日本经营者的报酬水平不及其他发达国家、特别是美国经营者的报酬水平。而且,日本经营者的报酬与日本普通工人报酬之间的差距也不像美国那样悬殊。造成这种现象的原因是多方面的。主要是因为:第一,日本公司不使用长期激励工资,而美国等国公司使用长期激励工资。第二,与其他国家经营者相比,日本经营者能够得到更多的交际费,享受更多的“在职消费”,但这些是无法反映到统计中去的。第三,奖金在日本普通工人报酬中也占有很大比例,这在一定程度上缩小了经营者与普通工人报酬之间的差距。

德国经理人员的报酬不像美国那样与公司的盈利、股价直接挂钩,股票期权在德国几乎不存在。Cavanagh 和 Fakler(1996)的研究表明,在中等规模的德国公司中,大约 50% 的管理者有一部分与业绩挂钩的收入,但这部分收入只占他们总收入的 15% 左右。

在我国香港地区,股票期权计划一般称为认股期权计划(Share Option Scheme,简称 SOS)。根据香港联合交易所《上市规则》,香港上市公司的认股期权计划必须符合《上市规则》第 17 章

---

<sup>①</sup> Executive compensation : executive pay overseas. Forbes ,May 1997.

的有关规定,并经联交所批准,同时还必须获得股东大会的批准。联想香港公司、方正香港公司、上海实业公司及北京控股公司等在香港上市的红筹股公司均参照上述规定实行了认股期权计划。

根据《香港联合交易所上市规则》的有关规定,香港上市公司员工的认股期权计划必须符合以下程序和条件:

员工认股期权计划应符合《香港联合交易所上市规则》第17章的有关规定,并经香港联合交易所批准。任何实质性的变化也须得到香港联合交易所的批准。

员工认股期权计划,是上市发行人向其管理人员或公司及其下属子公司、海外附属公司的员工发出购买其股份或其他证券的计划。认股期权计划不能授予上市公司母公司的员工。该类计划必须获得股东大会的批准,而参与该计划的人不能在股东大会上投票。

经股东大会批准后,董事会可在有效期内,决定授予的人员及其认购价。主要条件是:所涉及的证券数额不能超过当时已发行的该类证券总额的10%;个人认购最多不能超过该计划所涉及证券总数的25%;期限不能长于10年;价格不能低于期权授予日前5个营业日内该证券平均收市价的80%,且不能低于面值。

从目前情况看,认股期权计划在香港上市公司中的运用并不普遍。这与香港上市公司的背景有关。首先是因为大约90%的香港上市公司由家族持有25%或以上的股权,而且家族式企业所有者同为经营者的情形较为普遍,因此企业对认股期权计划的需求并不大;其次是因为最适合采用股票期权激励的高科技上市公司在香港数量并不多,因而认股期权计划主要是在汇丰银行、香港电讯等几家大型上市公司实行,推广面并不很广。

美、德、英、中国香港上市公司CEO薪酬结构比较如表5—1所示。

表 5—1 主要国家和地区上市公司 CEO 薪酬结构(1998)

国家或地区	基本工资	奖金	其他	股票期权	总额(美元)
美国	38%	15%	12%	36%	1 072 000
德国	62	17	21		398 000
英国	46	10	26	17	646 000
中国香港	51	15	22	12	681 000

资料来源：《Forbes》1999 年 5 月。

### 第三节 监管机制的比较

各国的监管机构对公司的治理是通过制定一系列的监管制度，这其中主要包括内幕交易、操纵市场、上市、退市以及信息披露等方面。本节就以上几个方面对英、美等西方发达国家的监管制度进行比较研究。

#### 一、内幕交易、操纵市场监管制度比较

##### 1. 美国

美国关于禁止内幕交易的规定主要包括：(1)《1934 年证券交易法》第 10 条(b)项、第 10 条(c)项及美国 SEC 制定的规则等关于禁止滥用内幕信息的规定；(2)《1934 年证券交易法》第 6 条关于持股变动申报与内部人短线交易买卖利益归入公司的规定；(3)《1984 年内幕交易制裁法》。依据《1934 年证券交易法》第 10 条(b)项和 SEC 规则 10b-5 的规定，在进行证券交易时，“在根据环境应该作出避免误导的陈述时保持沉默”是违法行为。公司内部人与他人交易时，有将自己所知、而对方不知的主要内部信息告知对方的义务，违反这一义务即构成犯罪。《1934 年证券交易法》第 16 条规定，所有公司董事、重要职员及持有公司股份 10% 以上的股东应登记持股情况，并于每月结束后 10 日内将该月持股变动情

形向 SEC 报告。上述人士于 6 个月内买入股票后再卖出,或者卖出后再买入,其所获得的利益归公司所有。禁止上述人士卖空,或于卖出后 20 日内不交割股票。这一条款的立法目的是阻止内部人员进行短线交易,至于事实上是否利用内部消息,动机如何均不过问。

《1984 年内幕交易制裁法》授权 SEC 向法院要求内幕交易者交出交易所得,法院可对内幕交易者判处不超过交易所得 3 倍的罚金。该法关于罚金的条款不仅适用于掌握非公开信息的信息内幕交易者,而且适用于协助或唆使他人进行此类交易者。《1984 年内幕交易制裁法》将原来违反《1934 年证券交易法》的刑事犯罪罚金,由 1 万美元提高到 10 万美元,将最高刑期改为 5 年,可并处罚金。

## 2. 日本

日本关于禁止内幕交易的规定主要在《证券交易法》中,该法除规定“禁止在有关证券买卖及其他交易中采取不正当手段、计划和技巧”外,为防止公司董事、监事和持股在 10% 以上的大股东利用职务或地位取得内幕信息,对所持有的公司股票进行短线交易,也规定了上述人士在 6 个月内买进再行卖出,或卖出再行买进本公司股票而获利者,公司可请求将其所获利益归于公司。公司不为该项请求时,公司股东可代替公司行使请求权。1988 年修正后的《证券交易法》规定禁止内幕交易,及上市公司的董事、监事及大股东买卖公司股票时,应负报告义务。大藏大臣可以要求证券交易所提交有关报告或资料。此外,证券交易所、证券业协会也有自律规范,除对上市公司内幕交易约束外,还要求各证券公司强化上市公司董事、监事买卖公司股票委托及取得内幕信息的内部管理规则。

## 3. 英国

英国法关于禁止内幕交易的内容主要规定在普通法和公司法

中,《1985年公司证券(内部人员交易)法》则主要规定对内幕交易人的刑事处罚。依普通法规定,公司董事及其他与公司有依赖关系的人,不得利用其地位获取内幕信息谋利,对违反者公司可请求将其所获的利益归于公司。《1985年公司证券(内部人员交易)法》规定,禁止与公司有关系的人、公务员、从事有价证券公开收购者以及从这些人处获悉对证券价格有影响的未公开信息者从事有价证券买卖。上述人员将获悉的内幕消息提供给第三人亦属违法。根据《1985年公司证券(内部人员交易)法》,违反规定进行内幕交易者,处两年以下监禁或罚金。

#### 4. 德国

德国有关内幕交易的规定比较分散。《股份有限公司法》规定,公司董事、监事泄露公司机密或利用公司内幕消息为自己谋取利益,应向公司负赔偿责任,并将受到刑事处罚。1976年7月1日,证券交易所、银行及产业界订立了《在证券交易所上市或公募股票的内部人交易基准》。依此规则,内部人不得利用内幕信息为自己或第三人买卖有价证券。1978年银行委员会针对内幕交易及其他不正当交易行为制定了《关于不正当证券交易的条例》,后又制定《关于银行职员进行证券交易的原则》,规定对违反者将处以罚款、吊销经纪人或交易员执照及承担民事责任的处罚办法。

### 二、上市制度比较

证券上市指已发行的证券在证券交易所挂牌进行集中竞价交易。根据各国的实践,证券的上市一般都是由证券交易所负责审查和管理,政府证券主管部门并不直接干预,而是通过审核批准证券交易所制度的上市规则等各项规章制度,间接管理证券的上市。由于我国的证券市场处于起步阶段,为保证证券发行和上市的顺利进行,国家通过立法直接规范和管理证券的上市及交易。

#### 1. 英国有关证券上市的规则

在英国,证券要进入交易所交易须得到证券交易所协会的批

准。批准上市的条件包括：要求发行人至少有 20 万英镑的资本；其已发行的股票中至少有 25% 由公众所持有；股票只有全部缴清的才能上市。申请证券上市须向证券交易所协会的报价部门 (Quotation Department) 提交一套完整的资料，包括上市申请、上市书、上市协议以及发行组织关于发行资本充足的说明。上市申请须通过有证券交易所协会成员资格的经纪人提出，并由两个准备经销该证券的证券经营机构附议。上市书由发行人的律师、会计师和发行机构，及提起上市申请的经纪人共同起草，其内容与证券发行书大致相同，加上更详细的账目、收益预测、证券持有人的实际收益等。上市申请和上市书必须在两家以上的全国性报刊上公布。

一旦证券被交易所批准上市，发行人就要服从一系列规则和监督，这些规则包括在发行人和交易所签订的上市协议中。发行人接受这一协议是上市的正式条件。上市协议包括两类规则，即继续披露规则和行为规则。继续披露规则要求上市公司提供年度或半年的定期报告，并及时披露特殊的或影响证券价格的情况，行为规则是对上市公司及其董事的行为的限定，包括不带认股权证的股票发行须经交易所分配，不经股东大会批准董事会不得发行改变公司控制权的股票，公司董事在经营证券业务时必须遵守禁止内部交易的规定，企图买卖本公司证券的董事必须在交易前通知董事会主席等。

## 2. 德国有关证券上市的规则

在德国，证券上市申请要由经批准在交易所经营的银行向交易所上市批准处提出，后者根据联邦的有关法令所规定的条件决定是否批准该证券上市。目前证券上市的条件相当宽松，主要包括：必须是全部缴清的股票，证券的印刷符合安全印刷规则，必须指定一个代表投资者行使权利的银行，最后，要求公布内容完整的发行书，发行书必须在公布以前提交证券上市批准处，其内容规定

在《证券交易所法》中。上市批准处负责审查发行书的内容是否符合规定的要求,它负有法定责任保证公众被告知对证券评价有必要的  
所有事实。如果认为证券上市将损害公众利益,即可拒绝批准证券上市。证券被批准上市的公司须遵守继续披露的要求。定期的披露不是法律强制的,但由一些行业协会提倡。德国证券交易所协会在1969年发布了有关定期披露的正式提议,建议发行人发布半年的定期报告,公告经营额、预算和支出、投资情况、雇佣人员的数字,以及重要的交易等。这一提议被广泛接受,代表市场资本80%的发行人公布定期报告,对继续披露的监督由证券最初上市的交易所负责。

### 3. 美国有关证券上市的规则

美国共有14个证券交易所,各交易所都规定了证券上市的条件,其中以纽约证券交易所的上市条件最严格,因为在该交易所上市的都是一流的大公司,目前大约有1500多家公司在纽约证券交易所挂牌上市。证券上市的具体条件各交易所都不相同,但都是就公司的资产价值、股东人数及拥有100股以上的股东人数、公众持有的股票数及其价值、近年来公司的利润额等方面来规定最低条件。由于经济发展的不断变化,上市条件是经常变动的。

### 三、退市制度比较

在国际成熟的证券市场上,上市公司退出机制的建立已有一两百年的历史。建立上市公司下市制度是各国证券市场制度建设的重要内容之一。总体看来,海外证券市场关于公司下市标准的规定较为宽松,但其证券市场并未因此而让劣质股大量充斥,原因在于这些国家拥有发达、便捷的公司购并机制,业绩差的公司很容易就成为被廉价收购的目标,无须管理部门执行下市制度就因被收购而下市。20世纪80年代美国上市公司中每年转为非上市公司的交易占有上市公司收购交易活动的10%~30%。在美国纽约证券交易所和美国证券交易所上市的公司,平均每年就有

1%的公司因各种原因下市。

在西方国家,一般都规定有公司退市的最低标准。如纽约、东京证券交易所规定,当上市公司因涉及资产处置、冻结、财务状况欠佳,致使公司失去持续经营能力时,将终止其上市。在美国,上市公司下市的主要标准包括股权的分散程度、股权结构、经营业绩、资产规模和股利分配情况等。世界主要证券市场关于上市企业摘牌的具体规定如下:

1. 美国纽约证券交易所(NYSE)及美国证券交易所(AMEX)

美国纽约证券交易所(NYSE)规定,股票已上市公司如果又达不到下列标准,即被摘牌终止交易:

(1) 公司持有 100 股以上的股东必须在 1 200 人以上;公众持有的股票至少在 60 万股以上。

(2) 公众持有的股票市值必须在 500 万美元以上。若市场价格下跌,则这一指标将依据纽约证券交易所指数进行调整,最低为 250 万美元。

纽约证券交易所对退市程序做了以下规定:

(1) 交易所在发现上市公司低于上市标准之后,在 10 个工作日内通知公司;

(2) 公司接到通知之后,在 45 日内向交易所作出答复,在答复中提出整改计划,计划中应说明公司最迟在 18 个月内重新达到上市标准;

(3) 交易所在接到公司整改计划后 45 日内,通知公司是否接受其整改计划;

(4) 公司在接到交易所批准其整改计划后 45 日内,发布公司已经低于上市标准的信息;

(5) 在计划开始后的 18 个月内,交易所每三个月对公司的情况进行审核,其间如公司不执行计划,交易所将根据情况是否严重,作出是否终止上市的决定;

(6) 18 个月结束后 ,如公司仍不符合上市标准 ,交易所将通知公司其股票终止上市 ,并通知公司有申请听证的权利 ;

(7) 如听证会维持交易所关于终止公司股票上市的决定 ,交易所将向美国证券交易委员会提出申请 ;

(8) 美国证券交易委员会批准后 ,公司股票正式终止交易。

美国证券交易所(AMEX)则规定 ,上市证券如涉及下列标准任何一条 ,就会被摘牌终止交易 :

(1) 该公司股东少于 600 人 ,持有 100 股以上的股东少于 400 人 ;

(2) 公众持有的股票少于 20 万股 ,或其总市值低于 100 万美元 ;

(3) 公司过去 5 年经营亏损 ;

(4) 公司资产规模低于 400 万美元 ,且过去 4 年连续亏损 ;

(5) 公司资产规模小于 200 万美元 ,且过去 2 年连续亏损 ;

## 2. 日本东京证券交易所及日本纳斯达克市场

东京证券交易所对上市公司退市标准的规定与纽约证券交易所类似 ,上市公司涉及下列标准任何一条 ,其股票即应终止交易 (其中个别条款可以有一年的宽限期) :

(1) 公司资本规模低于 5 亿日元 ,上市交易的股票不满 1 000 万股 ;公众股东不足 1 000 人 ;

(2) 上市交易的股票在 6 000 万股以下时 ,公众股东持有的股份低于 10% ,6 000 万股以上的 ,公众股低于 4% ;

(3) 最近 6 个月的交易额月平均不到 1 万股 ,或连续三个月没有交易 ;

(4) 公司营业活动停止或处于半停业状态 ;

(5) 公司最近 5 年没有发放股息 ;连续 3 年负债超过资产或银行冻结其账户 ,或公司正在申请破产保护 ,或公司进行不适当的合并 ;

(6) 交易所认定该上市公司有虚假记载并造成恶劣影响。

东京证券交易所在程序上则采用了逐步退出的办法。发现公司低于上市标准时,首先对其进行特别处理(类似于我国的 ST 制度),并要求其在限期内重新达到上市标准,如果公司在限期内未达到上市标准,则对其交易做进一步限制(类似于我国的 PT 制度),如仍未改善,则将其摘牌。

日本纳斯达克市场规定,出现下列 11 种情况,则予以摘牌:

(1) 股份的分布状况,1 年内浮动股份达不到 750 股以上或 1 年内股东人数达不到 800 人以上的上市公司;

(2) 6 个月中有连续 5 天时价总额未能达到 5 亿元;

(3) 净资产 30 天内连续未满足 50 亿元或 60 天内有 5 天连续未满足 15 亿元;

(4) 有银行书面证明交易停止的上市公司;

(5) 破产、重组、再建或整顿;

(6) 有休业、合并等造成停业的上市公司;

(7) 不合适的合并;

(8) 财务报表中有虚假记载或不正当意见;

(9) 违反上市合同;

(10) 对股份转让的限制;

(11) 完全子公司化。

#### 四、强制信息披露制度比较

##### 1. 财务信息披露

伴随着公司所有权与控制权的分离以及股东有限责任的广泛采用,各种财务报表和报告相继产生。世界各国均要求公司提交财务报告,披露公司财务信息,这是传统公司治理结构的普遍要求。其目的一是为了保护股东,二是保护债权人利益。最基本的就是年度报告、季度报告、半年度报告、临时报告等。

就披露范围来看,美国和加拿大强制披露范围最宽,德国、法

国和日本最窄,英国介于其间。美国的证券市场属于世界上最庞大、最发达的市场,无论其发行市场、流通市场、发行品种、市场容量、市场发育程度等各个方面,均是首屈一指。近年来,更是呈现出市场规模不断扩大、股票流通性显著增加、市场发育程度不断加深的强劲势头。这种发达的证券市场无不与其公司信息披露范围宽、透明度高息息相关。美国《1934年证券交易法》第13节要求公司定期向证券交易委员会和证券交易所提交报告报表,包括年度报告和季度报告,如有要求,还需要有独立的公众会计师审查意见,该法还对这些报告的内容和形式作了进一步要求。

英国《公司法》第238节和241节同样要求,公司向股东大会提交年度报告、半年度报告和其他相关报表,其最基本的财务报表包括资产负债表、损益表和董事报告。为了避免董事弄虚作假,要求独立审计员对其进行审计,查明这些报告是否表明公司经营管理的真实和公允状况。关于这些报告和报表的形式与内容,除了适用公司法等有关规定之外,尚有数不胜数的会计准则。欧盟指令对此有不少规定,尤其是第四和第七项指令。从1981年开始,英国公司法对小型公司提交财务报表进一步放松,90%以上封闭公司均为小型公司,只需提交简化报表,以便维持其隐私。1989年公司法修订时,通过了《放宽对小型公司的规制》的法案,允许小型公司成员通过协议,选择公司法有关条款对其不予适用,包括不召开股东大会年会或每年任命审计员。1994年开始,免除了微型公司的审计报告义务。1994年约有1/2的封闭公司全部或部分免除了其年度报告的审计,1997年大约有45万家公司免于提交审计报告,大大节省了其经费。值得注意的是,英国《凯得伯利报告》对上市公司提交临时财务报告报表提出了若干建议。凡是采用年度报告和半年度报告的公司,在报告期间应该让股东和证券市场了解公司发展情况,其基本原则是有关临时报告应该全面公开,平等地对待所有股东,避免内幕交易。如果公司采用季度报

告,对这种临时报告的需求相应减少。如果公司提交临时报告,应同时有资产负债表。虽然不要求对其进行全面审计,但是应由审计员予以审核,并就其审核结果与审计委员会进行磋商。

德国公司的信息披露制度不算发达,公司透明度不高。近年来,在各种国际压力之下,也取得了突出的进步。与公司治理结构直接相关的是公司业务状况的披露,包括年度报告、中期报告(半年报告)、季度报告和临时报告,年度报告和中期报告为法定义务,至于季度报告,则只是最近成立的 Neuer 市场对其上市公司的要求。德国证券交易所上市公司中有 35 家公司自愿公开季度报告。临时报告则是对公司发生重大情况的报告,视公司是否发生特定情况而定。总体来看,德国证券市场贯彻公开原则不彻底、公司透明度低。究其原因,19 世纪以来,其首创的有限责任公司迅猛发展,尽管政府一再鼓励股份公司的发展,但因德国公司不习惯于向社会公开其经营信息及财务状况,不愿借助于证券市场融资,从而选择银行资本的支持。加之,公司内部留存能力强,依靠自我积累就可以扩大生产规模,其对证券市场需求少。德国还曾经修改有关法律规定,减少对股份公司的过分规制,减少股份公司对公开市场的信息披露,大大降低了其公司透明度。

在日本,依据公司法有关规定制作的财务会计文件,须在股东大会召开之前送给股东。对于大型公司,还须将年度资产负债表和损益表的摘要公开。依据《证券交易法》规定,所有报告公司均须每年向公众公开其财务报告两次,其方式包括向大藏省和证券交易所提交财务报告,同时在公司营业所在地将其公开。如果公司遇重大事件,如合并等,则单独就此进行披露。

## 2. 公司所有权与控制权披露

公司所有权和控制权结构对一般股东和社会公众至关重要,英美国家的公司所有权和控制权结构透明度较高。然而,欧洲大陆国家和东亚国家(地区)所有权和控制权结构错综复杂、盘根错

节,很不透明。欧洲大陆直到 20 世纪 80 年代后期才开始强制披露所有权和控制权,德国直到 1995 年才予以实施。由于其所有权和控制权结构本身的复杂性,各国实施强制披露时间不长,有些国家还允许诸多例外,欧洲大陆国家所有权和控制权的透明度仍然不高。

(1) 英美国家。英美国家证券市场发达,很早就对所有权和控制权予以强制披露。美国《1934 年证券交易法》就有规定,英国最早也可以追溯到 1945 年科恩委员会就建议利得所有权须予以披露。美国《1968 年威廉姆斯法》规定,凡是持有上市公司发行在外表决权 5% 的股东,均须于 10 日内向公司、证券交易所和证券交易委员会报告。上述股东在其股权上升或下降 1% 时,也须作同样报告。《1934 年证券交易法》第 13d(1)和证券交易委员会 13d-3 规定对披露标准、程序以及对利得股东的认定,作出了详尽规定。

英国于 1993 年 7 月 31 日将欧盟透明度指令转化为英国法律,于 1993 年 9 月 18 日生效。与欧盟透明度指令不同的是,英国有关披露方面法律适用于所有公众公司,而不只是上市公司,其披露起点标准为 3% (1988 ~ 1989 年为 5%),而欧盟披露标准是 10%。任何人凡是获得公众公司股份达到 3%,或者处分同等数额股份,须于两日内报告。所持有股份不论是增加还是减少,只要变更幅度超过 1% 均须报告。收到报告之后,公司股份登记册应该在 3 日内记载上述变动情况。公司董事不管持股多少,均须公开披露其持股情况。如果是上市公司,还需要立即通知伦敦证券交易所公司的公告部门。任何人凡是拥有公司股份的 3% 或者控制着 10% 的表决权,均须向公司披露其持股情况。成年人对其配偶、子女或继子女所持有股份自动享有股权利益。如果一个人控制公司或拥有其  $1/3$  表决权或其董事习惯上听从其指挥,那么对于该公司所持有的股份,其自动享有股权利益。股权披露义务不

仅适用于个人和公司,而且适用于个人和公司所订立的各种表决权协议。如果这些协议涉及的是公众公司,其所持有股份总共达到 3%,涉及股东对股权的利用或处分的义务或约束,就需要公开披露这些协议。

早在 1968 年英国就制定了自律性的《兼并和收归城市准则》。该准则规定,任何人凡是持有公司有表决权股份达到 30%,必须要约收购其余的股份。收购的价格则是其作股达到 30% 之日前 12 个月中,其购买该股份的最高价。如果在 4 个月之内拥有 90% 股份的股东均同意出售其股份,收购者有权收购其余 10% 的股份。

(2) 欧盟其他国家。欧洲大陆直到 20 世纪 80 年代后期才开始实行所有权和控制权披露。欧盟于 1988 年 12 月 12 日公布的《透明度指令》(88-627-EEC),是迄今惟一为披露控制权资料规定了统一条件的欧盟指令。该指令规定,任何自然人或法人只要其所持有的表决权达到、超过或因下降而低于 10%、20%、 $1/3$ 、50% 和  $2/3$ ,应该在 7 日之内通知公司和主管机关。上述标准是上限,各个成员国可以降低标准。各个成员国相继将其转换为本国法,德国直到 1995 年才予以施行,不仅是欧盟成员国中最迟实施透明度指令的国家,而且为所有权和控制权披露开列了诸多例外。法国于 1989 年 8 月 2 日将欧盟透明度指令转化为法国法律。披露标准分为 5 档,即 5%、10%、20%、 $1/3$  和  $2/3$ 。凡是持有表决权达到上述标准的公司,均须在 15 月内报告公司,5 日内报告主管机关,即证券管理委员会(CMF)。

德国为了实施欧盟透明度指令,于 1995 年 1 月 1 日实施所有权和控制权披露制度,并于 1998 年修正有关规定。有关报告程序主要是沿用欧盟透明度指令的规定,要求所有报告均为书面形式提交,以书面形式公开。股东通知公司,公司通知证券交易所,进而通知证券市场,需要 16 天时间。报告标准分 5 档,即 5%、

10%、25%、50%和75%。该法对所有权和控制权披露开列了三项例外：①银行委托投票权无须披露，其理由是《股份法》第135(5)和128(2)要求银行在投票之前，征求客户投票意见，银行在征求投票意见时须向客户提供其建议，如果客户没有反对，银行受此项建议之约束。由于银行须按照事先建议进行投票表决，即按照客户要求要求进行表决，自己并没有决定如何投票之自由裁量权，这不过是代理而已，银行所行使的委托投票权就不能归为银行自身，故无须披露委托投票权情况。②投资公司的表决权无须披露。虽然披露义务适用于投资基金，但是不影响其所有者或投资证券持有者。投资公司何以免于披露？理由是投资基金为客户最佳利益服务。投资证券持有者之所以免于披露，是因为其不能控制这些证券。实际上，投资基金控制者成为匿名的。③如果一个上市公司的股东不是个人，而是公司、表决权信托或家族，该上市公司所控制的表决权应该归为其所有者。现行立法解释却认为，非上市公司的股份只须追溯到其所有者，如果所有者控制其表决权。这样做的后果是为隐瞒股东真实身份大开方便之门。比如，一个非上市公司有两个股东，各自拥有50%股份，因为平分秋色，谁也没有控制谁，其股份就无须追溯到非上市公司的上一层。虽然事实上这两个股东完全控制了该公司，但按现行立法解释这两个股东均可以心安理得，无须披露其表决权情况。部分国家关于控制权变化的披露规范见表5—2。

表5—2 部分国家关于控制权变化的披露规范

国别	实行时间	报告起点	继续报告标准	报告时间
经合组织	1999		主要所有权和表决权	及时
美国	1934, 1968	5%	增减1%	10日
英国	1945, 1993	3%	增减1%	2日
欧盟	1988	10%	20%、1/3、50%、2/3	7日

续表

国别	实行时间	报告起点	继续报告标准	报告时间
法国	1989	5%	10%、20%、1/3、2/3	5日
德国	1995	5%	10%、25%、50%、75%	
中国	1999	5%	增减达到5%的倍数	3日

资料来源:Becht, Marco et al (1997): the Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 European Countries. Preliminary Report to the European Commission. volume I - 4 Brussel European Corporate Governance Network.

### 3. 董事和经营者报酬披露

强化董事和经营者报酬的披露,提高公司报酬的透明度,有助于公司对股东负责,是制止经营者腐败、领取过高的、与其业绩根本不相称的报酬的重要手段,也是预防和制约交叉董事相互抬轿子、相互在对方董事会上抬高董事和经营者报酬水平的有利手段。各国均开始重视董事和经营者报酬披露,其中以英国的报酬披露政策最为详尽。英国出台的三大报告均有描述董事和经营者报酬披露事宜,其中《格林伯利报告》专门讨论董事和经营者报酬问题,对报酬披露提出了10条建议。这些建议包罗了董事和经营者报酬披露的各个方面,尤其是公司可能玩弄数字游戏的领域,比如股票期权、养老金计划等,技术性很强。有些公司在披露报告中只是要么作一般政策性的陈述,要么运用高度技术性的手段,避重就轻,不作实质性披露。《格林伯利报告》不仅对这些细节和难点分别提出了建议,而且对高度技术性的问题所依据的准则和标准均予以指定。比如,养老金的计算须以英国保险行业所发布的有关准则为准。1998年发布的《韩陪尔报告》还要求公司采用通俗易懂的语言,以便行外人士能够阅读。否则只有分析家才能读懂,这种披露报告对一般公众没有什么价值。从其他各国政策来看,重点都是关注股票、股票期权和养老金的披露问题。

#### 4. 公司治理结构报告

英国开辟公司治理结构披露之先河。《凯得伯利报告》建议,上市公司自1993年6月30日之后起,在年度报告中披露是否遵守其《最佳行为守则》,如果没有遵守,要说明原因。伦敦证券交易所将其作为上市公司的报告义务纳入《上市规则》。绝大多数公司披露已经遵从,尤其是最大的100家公司的执行率几乎达到100%,规模较小的第1251~1550家公司执行率也达到71%。在确立非执行董事多数席位方面,大多数公司董事会已经由非执行董事占据多数席位,公司规模与公司拥有非执行董事人数多寡呈明显正相关关系,公司愈大,愈有可能拥有3个以上独立的非执行董事。对于小型公司,则执行得较差。在第1251~1550家公司中,只有26%全部达到了《最佳行动准则》标准,只有21%的公司董事会拥有3个以上的非执行董事。在给予非执行董事正式任命书等方面,最大的500家公司普遍已经执行,其他公司较少披露是否执行,公司愈小,愈少披露这方面情况。

受英国模式启发,不少国家也要求公司披露公司治理结构。荷兰在其1997年《比特报告》中要求,公司应该在其年度报告中披露是否遵守该报告所提出的建议。澳大利亚投资经理协会建议,上市公司在其年度报告中,用专节明确披露其公司治理结构政策,包括其所遵守的有关准则。法国1999年《维也纳特报告》要求,上市公司在其年度报告中,明确披露其是否遵守1995年和1999年《维也纳特报告》所提出的建议,如果没有遵守,尽可能说明原因。美国的几个著名机构投资者也有同样的政策,CIH在《核心政策》中指出,如果公众公司将其治理原则和政策形成书面文字,并予以披露,公司本身、其股东和利益相关者均会受益于此举。经合组织在其1999年5月通过的《公司治理原则》中,明确规定公司应及时准确地披露其治理结构和政策。

## 第六章 证券市场对我国公司治理的作用

中国股票市场在不到 20 年的发展历程中已经取得了巨大的成就,但它尚不具备促进形成良好公司治理的能力。

我国证券市场效率低下,且失效严重。我国证券市场的公司治理机制是扭曲的,市场监管的状况远不如人意,市场监管还没有起到纠正市场失灵、保证市场效率的应有作用。完善证券市场监管制度、加强证券市场的监管,以增加市场完全性,提高资本市场效率,已成为证券市场发展中亟待解决的问题。

### 第一节 中国公司治理现状分析

我国绝大部分上市公司由国企改制而成,目前尚未上市流通的国家股比重高达 40%,有些上市公司甚至高达 80% 以上,法人股比重约为 15%。同时,机构投资者比重很小,流通股十分分散。这种股权结构造成所谓“超强控制”、“超弱控制”,这两种情况的后果是一样的,那就是股东包括国有股东的最终利益受到侵害,公司的长远发展受到威胁。目前,我国上市公司虽然均按照公司法及交易所上市规则的要求,建立了股东大会、董事会、经理层、监事会各司其职、互相制衡的组织结构。但是目前比较突出的问题有两个:董事会独立性不强,监事会的作用有限。

由于中国上市公司控股股东持股比例很大,同时没有采取累计投票制,因此中小股东在公司治理中的作用十分有限。

我国目前的治理模式可以概括成大股东权力超强和内部人控制混合模式,存在着许多问题,也造成了中小股东利益得不到保

障、内部人掏空公司等现象。损害投资者利益、大股东掏空上市公司的现象比比皆是，所以建立适合我国特色的公司治理模式迫在眉睫。

## 一、中国公司治理的演变

### 1. 中国企业制度的演变

(1) 1978 年以前，国有企业治理机制的主要特点是集中统一的行政型治理。表现为：①企业管理手段主要是行政手段，企业按照规模大小和隶属关系分为不同的行政级别，企业管理人员按照行政级别的高低由政府主管部门任命；②企业的生产计划不是由市场来决定，而是由政府根据国家的宏观计划层层分解来决定，衡量企业经营绩效的指标是完成计划的多少，而不是实现的市场价值；③经理人员没有经营自主权，也不能分享企业经营成果，因此经理人员缺乏提高企业质量的动力，由于企业规模和企业占有的经济资源决定了经理人员“说话的分量”和行政级别，因此企业经理人员倾向于企业的数量型扩张，忽视效益增长。

(2) 1978 年党的十一届三中全会以后，城市经济体制改革全面展开，改革的中心环节是如何增强国有企业活力，改革原有的企业制度，从而有效地提高国有企业的经营效率。国有企业改革从“放权让利”开始，至今已走过 20 多年的历程。从国有企业治理结构的变迁角度来说，其间可以分为四个阶段。

第一个阶段是从 1978 年党的十一届三中全会到 1984 年十二届三中全会。这一阶段主要以向企业“放权让利”为特征。1979 年，国务院陆续颁布了改革企业经营管理机制的规定，<sup>①</sup>调整国家和企业的分配关系，扩大国有企业经营管理自主权，国家对国有

---

<sup>①</sup> 这些规定包括：《关于扩大国营企业经营管理自主权的若干规定》、《关于企业实行利润留成的规定》、《关于开征国营工业企业固定资产税的暂行规定》、《关于提高国营工业企业固定资产折旧率和折旧费使用办法的暂行规定》、《关于国营工业企业实行流动资金全额贷款的暂行规定》。

企业的管理手段由直接的行政计划手段控制转变为以直接控制为主、增加经济手段调节为辅的办法,对国有企业的固定资产投资、固定资产折旧管理、流动资金管理等采取有利于发挥企业经营积极性的措施。国有企业扩大经营自主权的试点工作,在1981年经过总结完善后形成了国有企业的经营责任制,并作为国家对国有企业经营制度改革的目标要求。

第二阶段为1984~1986年,其主要特征是国有企业的“利润上缴”分配形式转变为“利税分流”,并形成国有企业的“厂长负责制”。国家对国有企业实行了两步“利改税”。首先,对国有大中型企业实行55%的利润所得税,税后利润由国家和企业分享;其次,进一步明确税种,将国有企业上交国家的利润区分为11个税种,从而规范了国家和国有企业之间的分配关系。在这个阶段,国有企业内部经营管理体制的改革得到了继续深化。1984年10月,党的十二届三中全会作出了《中共中央关于经济体制改革的决定》,首次提出全民所有制企业的所有权和经营权可以适当分开。在此精神指导下,1986年9月,中共中央、国务院发布了《全民所有制工业企业厂长工作条例》等文件,明确厂长是企业的法人代表,形成了“厂长全面负责、党委监督保证、职工民主管理”的新型企业领导体制。

第三阶段是1987~1992年。从1987年开始,国有企业改革的重点之一是国有企业制度建设。在所有权和经营权可以分离的原则下,国有企业开始实行以承包经营责任制为主要形式的经营机制改革。

在计划经济向市场经济体制过渡的时期,承包制对于保证国家财政收入的稳定增长,促进所有权和经营权分离和政企分开,调动企业职工的生产积极性,增强企业发展后劲等方面具有积极作用。但是实践也证明,承包制存在着难以克服的内在缺陷,主要表现为:(1)承包制难以消除企业行为短期化问题;(2)承包基数的确

定具有较大的主观人为性,难以做到客观公正;(3)包盈不包亏的现象比较突出;(4)不能从根本上解决政企不分的问题。

第四阶段是从1993年开始的以建立现代企业制度为核心的改革。1993年,党的十四届三中全会通过了《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》(简称《决定》),明确提出了“进一步转换国有企业经营机制,建立适应市场经济要求,产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业制度”。《决定》中还指出,“现代企业按照财产构成可以有多种组织形式。国有企业实行公司制,是建立现代企业制度的有益探索。规范的公司能够有效地实现出资者所有权与企业法人财产权的分离,有利于政企分开、转换经营机制,企业摆脱对行政机关的依赖,国家解除对企业承担的无限责任,也有利于筹集资金、分散风险”。

以1995年国家进行百户现代企业制度试点工作为标志,全国开展了对国有大中型骨干企业进行以公司制改组为主要内容的改革。按照公司法的要求,一些国有企业改组为有限责任公司和股份有限公司,规定公司章程,建立股东会、董事会、监事会,聘任高级经营管理人员,形成了形式上较规范的公司治理结构。

从20世纪90年代初开始,以股票市场为主的全国性资本市场逐渐形成。到目前为止,在上海和深圳证券交易所上市的公司达到了1000多家,其中绝大多数上市公司是由国有企业进行股份制改组后形成的。由于国家或国有公司在上市公司持有的股份占控股地位,许多从国有股转型而来的上市公司仍然承袭了传统国有企业的经营管理理念和机制。因此,改善公司治理是当前证券市场发展的一项重要课题。

## 2. 对各阶段的评价

在传统计划经济体制下,国有企业百分之百属于国家,国家对企业实行“统收、统支和统配”,因此严格意义上讲,国有企业并不是真正的企业。国有企业受政府和主管部门的直接管辖,对国有

企业厂长进行任免、考核和奖惩,并通过对企业的供应、生产和销售进行计划达到控制企业的目的;从企业内部来看,有党委会、职代会和工会等监控机制。这种内外部双层机制使国有企业得到严格的监管,但是以效率和效果的低下为代价的。

从治理的角度讲,由于国家(实际上是由政府代表)是惟一的物质资本投资者,在缺乏有效监控的情况下,政府的行政直接干预就是难以避免的。随着社会经济的发展,这种模式日益显现出与经济的不相适应性。也就是说,正是这种严密的监控方式与效率的不相匹配,从而推动了国有企业发生转变,其轨道也就是沿着逐步放开监控权的方式进行的。从管理方面看,国有企业受行政和政治的双重控制,企业的采购、生产和销售的全过程均是在政府的统一计划下进行的,国有企业的管理者扮演的主要是车间主任的角色。一方面,他们缺乏可以发挥创新的空间;另一方面,也缺乏足够的创新动力。两者的叠加使国有企业在经历了经济重建和恢复时期的高效率之后,逐渐显现出其管理效率的低下。

既然政府对企业的监控限制了企业效率的提高,则放宽监控成为改革的着眼点也就是必然的逻辑选择。首先进行的就是逐步放开政府统收、统支和统配的计划模式,下放给企业一部分的生产经营权,并承认企业有部分的自身利益。“两步利改税”和“承包制”的实施充分说明了这一点。

由政府(或主管部门)与承包人之间签订的承包合同,从本质上讲属于行政性契约(刘伟,1994)。政府行为在承包过程中扮演着举足轻重的角色,首先表现在对承包人的选择上,即由主管部门决定,其依据为承包者承诺的上缴指标或减亏指标。承包者的报酬由上级主管依企业经营情况确定。这种方式确实在一段时期内提高了企业的积极性和生产率,但也产生了新问题,即风险和剩余在承包人与发包人之间的分配不对等。一方面易于使承包人产生短期行为;另一方面也增加了人们寻租的可能,社会资源被浪费。

在这个过程中 相互之间的关系主要表现为 :一是政府仍然拥有对国有企业承包人或代理人的任免权 ,党委会、职代会和工会依然发挥重要作用 ,在某些行业仍存在对价格的管制。政府由于信息的不对等 ,在与承包人谈判时一般都处于劣势 ,或者监控费用极度膨胀而使监督失效 ;二是由于代理人自身并没有相应的承担资产责任的能力 ,对个人的资产硬约束也就失效 ,再加上出于社会稳定等因素的考虑 ,这种资产约束更加被软化。

这个阶段的国有企业管理在放权让利的改革思路下 ,逐步开始注重企业的生产效率、注重与市场的衔接 ,在战略上逐步重视市场的作用 ,经营者对企业的战略导向能力逐渐增强。但是这种管理的变化由于受制于治理上的局限 ,而不可能有根本性的变革。

随着社会主义市场经济体制的建立和完善 ,公司治理日益受到人们的关注。我国国有企业股份制改革基本上采取的是美英式的股东主权模式 ,企业的独立经济利益在公司法中得到确认。但由于国有股仍占主导地位 ,再加上政府面临的诸多现实问题 ,使股东主权在不同程度上逐渐演变为政府行政干预下的企业主权模式。国家基本上放开了对大多数商品的供应、生产、销售等环节的市场管制 ,而由市场进行引导。但资本市场、金融市场的不完善 ,以及国有股不能流通使得国家通过外部监督成为不可能 ,而只能是直接委派代表对企业实施监督 ,这都为政企分离设置了障碍。另外 ,经理市场以及劳动力市场的不完善也使国有企业的经理选择受到政府的左右。同时 ,使工人的再就业受到阻碍。从企业内部来看 ,党委会、职代会和工会的力量在改革的过程中逐步被削弱 ,使得政府对企业的监督在转型过程中进一步被弱化。

总之 ,对股份制改革后的国有企业 ,旧的治理方式已经被打破。虽然法律上已确认了新的治理模式 ,但由于缺乏必要的配套措施 ,造成目前监督失效的必然性。

市场机制的确立和发展 ,使企业普遍注意到以下两个方面将

是制约企业发展的关键因素：一是如何生产市场需要的产品，并将其销售出去；二是怎样以最低的成本把产品生产出来。前者实际上是一个与市场衔接的问题，后者是一个生产管理的科学化问题。在这一时期，随着西方管理理论的逐渐引入和被人们所熟悉，国有企业在战略管理层次已经确立以市场为导向，组织结构适应企业战略的基本原则。但是，从某种意义上讲，管理上仍带有较强的计划色彩，这一阶段更多是管理意识上的提升，需要完善的主要是市场环境下管理的科学和艺术层次。

### 3. 中国股份公司治理的制度变迁<sup>①</sup>

纵观我国上市公司治理系统的建立与发展的过程，其实就是制度建设与演进的过程，制度变迁不断引领着我国上市公司的发展方向。以1990年上海证券交易所和1991年深圳证券交易所的成立为起点，我国上市公司治理系统的制度变迁大致分为四个阶段。<sup>②</sup>

(1) 1990年初至1992年4月。这一阶段的特点是，上市公司治理尚未有相应的、明确的法律规范，对于上市公司的治理还处于摸索状态。

(2) 1992年5月至1993年底。1992年5月，国家体改委颁布了《股份有限公司规范意见》，这是我国第一个关于股份有限公司的规范性文件，也标志着我国上市公司治理结构开始向制度化、规范化迈进。1992年10月，国务院证券委员会和中国证券监督管理委员会正式成立，制定了包括《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》在内的大量法律法规，对上市公司治理的规范化逐步提出要求。这一阶段的特点主要有：第一次对公司的内部组织

---

<sup>①</sup> 制度变迁是指制度的替代、转换过程。制度变迁通过改变市场主体行为，使市场运行的结果和功能达到预期的目标。

<sup>②</sup> 参考中国证监会副主席屠光绍在2000年11月2日的中国上市公司治理国际研讨会上所作的名为《上市公司治理：现状与任务》的主题演讲中的划分法。

结构提出了具体的要求 ;开始认识到股权结构的优化对于上市公司治理的重要意义 ;开始关注上市公司的外部治理机制。

(3) 1993 年底至 1997 年十五大召开前。这段时期的发展主要包括以下几方面 :1993 年 11 月 ,党的十四届三中全会通过了《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》,提出了我国改革的方向是建立现代企业制度 ;1994 年 7 月《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)正式实施 ,对公司的内部治理结构作了明确的规范 ;国务院证券委和中国证监会颁布了大量的规范公司治理的部门规章。

(4) 从 1997 年十五大至今。在这一阶段 ,伴随着我国证券市场的蓬勃发展 ,上市公司的治理问题逐步得到各方面的重视 ,我国上市公司治理系统得到进一步的完善。该阶段的特征主要有 :第一 ,十五大确定了“从战略上调整国有经济布局”的战略目标 ,为上市公司股权结构、治理结构的改革和完善提供了良好的政策条件。第二 ,《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)的颁布实施与《公司法》的重新修订 ,可以说是我国上市公司治理发展的一个新的里程碑。第三 ,政府的相关部门高度重视公司治理问题 ,先后制定了一系列规范性指导意见。财政部会计准则委员会制定了多项有助于市场规范建设的会计准则 ,并针对已有的会计准则中存在的问题 ,进行了很多修订工作 ,对提高财务信息披露的透明度起到了重要的作用。与此同时 ,中国证监会为改善上市公司的治理状况又先后出台了一系列法规和条例。1999 年 3 月 26 日中国证监会发布《关于境外上市公司进一步做好信息披露工作的若干意见》,规定要严格按照境内和境外上市地的要求履行信息披露义务 ,强调公司全体董事要承担诚信义务 ,熟悉境内外上市法规 ,努力增加公司透明度 ,提高信息披露质量。1999 年 4 月 8 日 ,中国证监会发布《境外上市公司董事会秘书工作指引》,对董事会秘书的地位、主要任务、任职资格、职权范围及法律责任等作出了要求。

2001年8月16日,为进一步完善上市公司治理结构,证监会制定了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,并予以发布。2001年9月11日,证监会向外界公布了《中国上市公司治理准则》(征求意见稿)。

## 二、中国公司治理的现状

### 1. 中国股份公司治理的基本特征及其成因

有效的公司治理应该达到两个目标:一方面,要给经营者以充分的自主权去经营管理企业,以实现股东利益的最大化;另一方面,要保证经营者能以股东的利益为准绳运用好这些自主权,即企业经营者能够得到有效的监督约束。这两大目标的实现要求所有者既不能对经营者作过多的直接干预,又必须对经营者实行有效的监督约束。从国有企业迄今为止的改革,我们可以看到两种效应:从企业激励机制和企业效率的角度,我们能够发现国有企业改革的积极效果。然而,按照所有者标准来观察,作为国有资产所有者的国家,在这种放权让利式改革或后来所演变成的产权改革中,其权益却受到越来越多的侵蚀。实际上,中国的改革存在着一个悖论:中国的政府之所以能够把更多的权利下放给经营者,正是因为还保留着人事任命权,从而能掌握与经营者事业有关的激励手段,但是越来越多的放权会导致事实上的内部人控制的趋势。

目前,我国国有企业公司治理结构的基本特征可以概括为“政府行政干预下的内部人控制”。随着国有企业改革,特别是放权让利改革的不断推进,下放给企业的经营自主权事实上都落到了“内部人”手中,而未能下放的权力则仍然掌握在各级行政部门的手中,它们对企业的干预还远远没有停止,这就形成了政府干预和内部人控制相结合的治理结构。一方面,出现了经营者权力迅速扩大而对其监督与约束力度大大减小的趋势,以经营者为首的内部人控制问题日益突出;另一方面,政府部门以“婆婆加老板”的身份对国有企业进行过多干预的问题仍然相当严重。而且这两方面是

相互影响、相互作用的有机结合体。国有企业改革进程中的这种现象,反映了如下复杂的两难选择:如给企业经营者以充分的经营自主权可以带来企业效率的提高,但同时也可能导致“内部人失控”使股东利益受损;国家作为大股东对企业进行监督和控制,又会由于国家及其代理人所具有的特殊地位使这种监督和控制难免带有行政色彩,导致对企业过多的干预。出现这种复杂的两难选择的原因是多方面的,具体可以从以下几个方面进行分析。

## 2. 形成原因

(1) 没有从融资体制入手改革公司治理结构。我国的国有企业改革,一直致力于不涉及企业融资体制。这就带来了两个问题,一是在国家财政的投资能力日益下降的前提下,为了保证企业的国有经济性质就不得不让国有银行给予贷款,这使得国有企业的银行负债居高不下,形成所谓的“债务危机”,然而,银行作为外部出资人又没有形成对企业的有效监督约束机制,银行在公司治理结构中几乎不起任何作用;二是在企业内部形成国家独资的股权结构,而国家,实际上是政府,作为企业惟一的所有者又没有解决好产权行使的问题,即国家作为企业的外部出资人并没有以所有者的身份进入企业并且在企业内行使所有者职能,从而导致国有企业的产权主体缺位和产权虚置。

(2) 国有资产管理体制改革没有到位致使股东监督约束弱化。我国的国有资产管理一直实行的是“国家所有,分级管理”的原则,国有资产实际上是由各级各类政府机构在进行具体的管理,作为经济管理部门和国有资产所有者的政府集双重职能于一身,既是裁判员又是运动员。国有资产管理体制的首要内容就是要塑造国有资产产权主体,解决政企不分的问题。按照国家的有关规定,国有资产产权主体主要由国家授权的非政府性投资机构来承担,即让这些非政府性投资机构来作为国家股权的持股单位。但是,国家一直没有对这些可以授权的投资机构作出明确的法律规

定,没有形成合适的授权机制,国家和授权机构之间的权、责、利关系还没有定型化、法律化。

在我国公司制试点企业中,国有股本的产权主体缺位是一个重大难题,这一点在上市公司国家股的持股主体上同样也很明显。国有股的持股单位有国有资产管理局、地方政府、主管部门或主管部门“翻牌”而成的公司等,甚至有董事长或者总经理充任国家股代表的情况。据何俊(1998)对332家含有国家股股份的上市公司所做的调查,在全部样本公司中,从上市公司的股东名册上看,有39家公司只是标明国有股的数量,至于是谁代表国家行使权利和承担股东责任则不得而知。注明的国家持股主体有集团公司(或总公司)106家、国资局100家、国有资产经营公司或者国有控股公司47家、企业主管部门20家、财政局13家,分别占样本数的31.9%、30.1%、14.2%、6.0%和3.9%,另有6家公司的国有股由多家公司分散持有,1家公司的国有股由省政府持有,共占分析样本数的2.1%。对于国资局、财政局和企业主管部门等政府机构来说,首先,它们各自有各自的行政目标,所有者目标并不是它们的主要目标,当所有者目标和行政目标发生冲突时,它们有可能以行政目标代替所有者目标,而使所有者目标受到损害。其次,它们不是投资受益人,又不受产权约束,本身缺乏监督经理层的激励,尤其是企业主管部门,由于同企业的行政隶属关系,它们容易结成一体,形成事实上的“内部人控制”问题。因此,它们并不能成为真正的国有资产产权主体。

对于国有资产经营公司或者国有控股公司而言,如果其自身真正实现了“政企分开”并且解决了自身的监督与激励问题,还有可能成为产权主体。但是如果它自身就是一个“翻牌公司”,和政府仍有千丝万缕的联系,其领导人仍由政府任命,并且不享有剩余索取权,那么它们就难以成为真正的国有资产产权主体。

(3) 国有法人股过多不利于形成有效的监督。现代企业制度

的两大优势是灵活的融资渠道和有效的公司治理结构。国有企业公司制改革的最初意图并不是解决企业的融资问题,而是要通过公司制改革来构造具有独立利益要求的多元持股主体,实现国有企业的股权分散化或者所有者多元化,改变由于所有者单一而带来的国有企业产权虚置的状况,从而达到完善公司治理结构的目的。但是,从已经进行的改革来看,这个目的并没有完全达到,其中最重要的原因是公司股权结构不合理。我国国有企业的股权特点是以国家股和法人股等非流通股为主体,个人股所占比重较小,个人股东对公司治理的影响甚微。根据何俊对 530 家上市公司所做的抽样调查,在总股本结构中,流通股在总股本中所占的比例分别为 35.1% 和 27.6%,包含内部职工股和转配股在内的其他股份仅仅占总股本的 2.1%。从流通股和非流通股的分布情况看,流通股所占比例在 30% 以下的有 239 家,占样本总数的 45.1%,在 30% 至 50% 之间的有 231 家,占样本总数的 43.4%,在 50% 至 70% 之间的有 50 家,占样本总数的 9.4%,70% 以上的有 10 家,占样本总数的 1.9%。或者换个角度看,非流通股处于主导地位的上市公司共有 470 家,占样本总数的 88.7%。最大股东是国家股股东的,有 284 家,占样本的 53.6%,其中,持股份额超过 50% 处于绝对控股地位的有 129 家,占样本总数的 24.3%。

按照有关规定,国家股和法人股都不能在证券市场上流通,虽然可以协议转让,但是转让和条件都有严格的限制,并且最终必须通过政府机关审批。对于市场准入的限制和对市场行为的行政干预必然会导致市场价格的扭曲,因此其持股主体难以借助市场来行使自己的控制权。与此同时,很多公司召开股东大会的时候,对与会股东有最小持股数量的限制,而绝大多数流通股的持股主体都是小股东。这样,大多数持流通股的持股主体都是小股东。这样,大多数持有流通股的股东无权参加股东大会,以直接行使自己的控制权,其后果是助长了股票市场的投机行为。另外,中国的股

票市场仍然不算完善,市场由于受投机炒作的影响,股票价格不能反映公司的业绩,股东无法根据股票价格来判断企业的经营情况。再加上由于能够流通的只是一小部分股份,外部收购者无法在二级市场上买到足够的股份来接管上市公司,这样,控制经营者的敌意接管的手段也无法利用。总之,股权结构的不合理,使我国的监督经营者的机制无法实施。

(4) 董事会的构成不合理。在我国,董事会基本上是由日常的经理人员组成的,董事长甚至兼任总经理。在何俊的调查中,在530家上市公司中,董事长和总理由一人兼任的公司有253家,占样本总数的47.7%。在样本总数中,100%为执行董事的公司占有有效样本数的22.1%,50%以上为执行董事的公司占有有效样本数的78.2%,并且分析表明,每个公司平均拥有董事9.7人,其中非执行董事3.2人,执行董事6.5人,平均内部人控制度67.0%。内部人控制度为100%的公司有83家,占有有效样本总数的20.4%;在70%至100%之间的有86家,占21.2%;在30%至50%之间的有54家,占13.3%;小于30%的有38家,仅占有有效样本数的9.4%。由此可见,公司董事会实际上很大程度地掌握在执行董事手中。现代企业的发展历程证明,董事应该职业化,通过市场影响董事升迁和社会地位,促使其尽职尽责。当然,董事并不完全由股东和管理者担任,为了提高经营管理的职业化程度,越来越多的企业选配专业人士参与管理,这样做不仅可以提高决策的专业化程度,而且可以增加董事会决策的透明度和公平、公正性。董事会的成员主要由执行董事组成,即主要由内部经理人员组成,他们不会有动力对自己进行监督。董事会监督经营者的治理结构形同虚设。

(5) 有效的人力资源市场仍然没有建立起来。在中国,有效的董事人力资源市场还没有建立起来,国有企业的董事长和董事主要由政府来任命。由于许多大公司的董事本身就是政府的官

员 科尔奈(1992)认为,政治家和官僚的目标通常不是利润和经济效率。由政府任命的董事们的目标并不是惟一追求股东利润最大化,他们的目标可能是在政治生涯中更进一步。因此,他们不会考虑企业长远的经营效果,而趋向于追求短期的利益。他们的经营不善行为并不是由市场所评定的,而是由上级领导评定的。只要在政治上不犯错误,大公司的经营者们一般不会失去自己的官职。如果经营不善,他们也许会调离这个企业而去另外的企业任职。没有市场的约束而仅仅靠上级领导的约束,会加剧国有企业的政企不分问题。

(6) 没有建立一个有效评价经营者的激励机制。国家作为国有资产的所有者拥有剩余索取权,并且有权决定剩余中有多少属于经营者。如果经营者事先知道剩余中的一个固定比例属于自己,只要这部分剩余大于为此付出的成本,经营者在利益驱动下就会像所有者一样行事,更加努力地工作,以增加补偿后的剩余,而只要所有者的保留部分大于为激励经营者更加努力的工作而额外付出的剩余,所有者也乐意为此奖励经营者。这样,国有企业激励机制设置的关键是增加经营者对经营业绩的敏感度。这里存在两个方面的问题需要解决:一方面是如何客观、合理地评价国有企业代理人的经营业绩;另一方面是如何建立国有企业经营者的收入与经营业绩之间的相互关系,并且增强其敏感度;政府通常习惯于以国有企业经营者经营业绩的客观标准作为对其代理行为的评价依据,并以这种简便的、可以量化的标准来决定对国有企业经营者的奖惩。但是实际上,国有企业代理人行为在很大程度上具有隐蔽性和不可观察性,而且政府通常以年度指标作为国有企业经营者的经营业绩的评价标准,这往往具有较大的片面性。这种缺陷有可能导致国有企业代理人激励机制的失效,并且产生逆反的结果。

### 三、我国公司治理的缺陷

#### 1. 内部机制方面

近十几年来,在经济全球化的背景下,随着股权革命、股东积极主义和股份文化的出现,以及越来越多的机构投资者采取公司治理导向的投资策略,改善公司治理已迅速发展成为一场全球性的运动。与成熟经济中公司治理实践相比,我国公司治理存在着如下一些基本问题:

(1) 股权结构不合理。我国绝大部分上市公司由国企改革而成,这导致尚未上市流通的国家股比重高达 40%,有些上市公司甚至高达 80%,股权过于集中导致的问题包括:第一,股权过于集中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 and 约束,有可能使小股东的利益受损。第二,在股权高度集中于国有股的情况下,一方面会导致政府在行政上对企业管理层干预过多、管得过死,企业目标政治化,在或大或小的程度上偏离市场经济原则,无法实现企业运作机制的转换;另一方面,由于国家股股东主体不明确,政企不分、政资不分的问题没有得到很好的解决,缺乏国有资本增值动力和监督经理层的激励,会造成上市公司内部人控制的情况,经理人恣意妄为,不利于上市公司建立有效的公司治理机制。第三,上市公司与集团公司或母公司之间存在产权关系不清、管理关系不顺的问题。如上市公司与母公司之间存在资产、人员、财务没有分开,在业务经营上存在同业竞争,在盈利核算和资金管理上存在相互划转,信贷关系上存在相互担保,连带财务风险加大。第四,产权管理存在诸多差异。有的采取国有股授权经营方式,将上级国有资产管理和经营机构的国有股代表权授予上市公司的经营层(董事长或总经理),使国有股的所有权和控制权合而为一,从而导致内部人控制;有的采取国有股按照行政隶属关系层层授权,上市公司的直接国有股股东实际上不能决定国有股的处置。

政企不分以及公司经营环境和经营业绩剧烈变动、频繁的资产重组、粉饰财务报表、股票市场操纵、内幕交易等现象的存在,也使得公司的市场价值与公司的内在价值、经营业绩、治理质量之间往往并不存在普遍显著的相关性,公司治理的重要性受到严重的忽视。

股权结构不合理的另一个表现就是流通股过于分散,机构投资者比重过小。据统计,1999年末上海证券交易所股票账户总数中,个人投资者的比重高达99.64%,机构投资者开户数的比重仅占0.36%。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均超过90%。深市情况与此相似。流通的公众股股权高度地分散于个人股东之中,使得公众股东对上市公司缺乏有效的直接控制力,并有着强烈的“搭便车”倾向。除了获取影响股价水平的有关信息之外,公众股东便再无其他动机参加股东大会。这导致上市公司治理机制薄弱,不能形成较为完善的内部治理机制,一些上市公司出现严重的内部人控制。

(2) 董事会独立性不强。我国上市公司的治理结构,从表面看,形成了“三会四权”的制衡机制,即股东大会、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。但从实际情况看,由于股权的过度集中,公众股东的高度分散,董事会由大股东操纵或由内部人控制,形同虚设,没有形成健全的独立的董事会来保证健全的经营机制,以及相应建立一套健全的经理层聘任和考核机制。

我国沪深证券市场上市公司的外部董事制度还处于萌芽之中,比较我国尚不成形的外部董事制度和以美国为代表的成熟证券市场的外部董事制度,可以发现存在以下几个重要差别:第一,外部董事是否领取报酬和是否承担责任。美国上市公司对董事的报酬都有自己的规定,有的是定“年薪”,有的是根据董事参加董事会的时间加上合理的费用来计算,有的是根据董事会召开的次数

而定。对美国 31 000 家公司所作的调查发现,企业每召开一次董事会平均付给每位外部董事 534 美元,有些公司则是每年向董事支付到 10 000 美元的“聘用费”。我国上市公司的通行做法是:不在上市公司担任管理职务的董事均不在公司领取报酬,这种董事被称为“非执行董事”,含义接近外部董事。不领取报酬也使许多董事没有意识到风险与法律责任。第二,外部董事的参与程度。董事必须参加董事会议,美国规模较大的全国性上市公司平均每年召开 8 次董事会议,小型上市公司一年召开 10~12 次董事会。一个外部董事平均每年为企业投入 150 个小时,他们是企业管理层的忠诚朋友和严格的老师。国内上市公司的外部董事投入时间与之相差甚远,有些甚至一年仅参加一次董事会议。第三,增设外部董事是否能形成制度和存在强制性要求。美国公司董事会人数多为奇数,美国证券交易委员会一般要求上市公司有两名外部董事,而纽约证券交易所也在上市规则中明确提出,上市公司至少须有两名外部董事。申请上市的企业,如果其他方面已经符合上市要求,但还没有外部董事的,必须在上市前指定一名外部董事,然后在上市后的一年内指定另一名外部董事。我国沪深证券市场还没有形成较为完整的外部董事制度,证券市场管理者和证券交易所上市规则中也未就外部董事对申请公司提出强制性要求或类似的指引。但受国际证券市场的影响,我国境外上市公司有的已经建立了比较完善的外部董事制度,1999 年,国家经济贸易委员会和中国证监会又联合发布了《关于进一步促进境外上市公司规范运作和深化改革的意见》,对境外上市公司建立健全外部董事和独立董事制度提出了要求。

(3) 监事会的作用得不到切实发挥。我国的公司采用的是单层董事会制度,与董事会平行的公司监事会仅有部分监督权,而无控制权和战略决策权,无权任免董事会和经理班子的成员,无权参与和否决董事会与经理班子的决策。监事会由职工代表和股东大

会选举产生,但由于我国公司法等法规在规范公司治理结构方面以股东价值为导向,因此重视了董事会的作用而忽视了监事会的地位,使监事会实际上只是一个受到董事会控制的议事机构。

(4) 关键人具有几乎无所不管的控制权。董事会缺乏独立性和监督机制不力的直接后果就是导致公司中的某个关键人物实际拥有极大的控制权。我国现行的公司治理结构主要有两种模式,即内部人控制模式和控股股东模式。这两种模式甚至常常在一个企业中奇妙地重叠在一起。在控股股东模式中,当控股股东为私人或私人企业时,往往出现家族企业的现象;当控股股东为国家时,往往出现政企不分(或党企不分)的现象,国家对企业进行的大量直接干预和政治控制往往与公司价值最大化的要求相悖,与公司法预先设定的公司治理机制和措施不一致。

以上两种模式的实际实施,通常趋向于采取同一种形式,即关键人模式:关键人大权独揽,一人具有几乎无所不管的控制权,且常常集控制权、执行权和监督权于一身,并有较大的任意权力。关键人通常为公司的最高级管理人员或(和)控股股东代表。公司内部的一般员工(包括其他内部董事)和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。

(5) 投资决策的透明度和专业化水平低。权力往往高度集中于内部人手中,内部又是“家长式”管理、“拍脑袋”决策,导致决策质量非常差,公司缺乏良好的内部风险控制机制,缺乏规范化的授权和约束机制;内部盛行的是“人治”而不是法治,内部管理还未真正程序化、透明化,决策透明度低,普遍存在信息不对称,缺乏监管的约束。

(6) 激励机制扭曲。我国上市公司的薪酬结构比较单一,不能对董事和高级管理人员起到足够的激励作用。总体上看,上市公司经理的激励缺乏动态化,强度太弱,不与市场接轨,个人收入和公司业绩未建立规范的联系。不少企业经理人由于股票结构不

合理,其利益不能通过透明的机制来保证,因而他们以追求自身价值最大化为目标,而不是根据利润最大化目标来经营企业。经理人在有利益冲突的情况下,在决策时往往不采取回避的做法,并选择对自己有利的条件决策,为自己牟取私利,明显损害股东尤其是中小股东的利益。在这种情况下,公司的业绩在更大程度上依赖于经理人员的素质和“良心发现”,或者依赖于控股股东的开明程度。

(7) 缺乏问责机制。在现实中,由于缺乏良好的问责机制,单个董事在观念和行为上往往更多地是代表和追求本身(作为单个人或代表特定的股东)的利益,而不是代表整个公司的利益和追求公司价值最大化,不能对全体股东出色地履行诚信责任和勤勉尽责。在内部人控制模式或控股股东模式下,整个公司的运作为单个人或单个股东所控制,股东大会、董事会、监事会的职责分工不明,使得“三会”往往成为橡皮图章,形同虚设。尤其是公司董事会的运作通常为关键人或控股股东所控制,而不是以集体决策为基础,因此,在公司信息披露过程中,常常出现明显的利润操纵和股权市场的内幕交易现象。

## 2. 外部机制方面

(1) 债权人对公司实施的监控作用较小。目前,我国商业银行等作为债权人对公司实施的监控作用较小。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,这些行业的企业的董事会中没有任何来自商业银行的代表。当企业陷入债务困境时,一般并不改变企业的治理机制以更好地代表和保护债权人的利益,企业不会被置于接管安排之下,也缺乏相应的制度安排来追究董事会成员、监事会成员或有关决策者的责任。

(2) 公司控制权市场还未形成。由于流通股在总股本中所占比例有限,不流通的国家股和法人股又高度集中,很难通过在二级市场购买流通股获得公司的控制权,收购和代理权争夺没有真正

起到约束经理层的作用。

(3) 经理服务市场缺乏。由于缺乏一个公开、公平的经理人才市场,因此,良好的选聘机制无法发挥作用。

(4) 小股东利益得不到切实的保护。一方面,股东大会还不足以成为股东行使权力、参与公司治理的场所。股东大会是公司的最高权力机构,但是在实践中,存在股东大会召集人通过设置各种条件和障碍剥夺股东尤其是中小股东的知情权、质询权的现象,特别是在国有股或法人股控股的情况下,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,有关法律和法规的处罚还不足以起到警戒作用,特别是对股东的民事赔偿力度还不够。

(5) 未形成一种成熟的股东文化和公司治理文化。目前,从总体看,我国尚未形成一种成熟的股东文化和公司治理文化,不存在一套完整的、可相互支持、相互补充的公司治理法规架构,也缺乏一套成熟的、自我实施的公司治理最佳做法或自律机制。并且,在建成符合现代经济发展所进一步要求的公司治理模式方面,进展远远不够。

良好的公司治理机制是决定企业运作和发展质量的重要条件。我国加入 WTO 后,企业将直面国际竞争。上市公司作为中国企业的主力军和大型企业的代表,其在全球竞争中的地位不仅直接决定着企业自身的命运,也在一定程度上决定了我国经济的发展前景。市场竞争,优胜劣汰。改善上市公司的治理机制,并在这个基础上努力培养企业核心竞争力,不断拓展企业的可持续发展空间,不仅关系着企业自身的成败,对我国国民经济的持续稳定增长也具有极其重要的战略意义。上市公司是证券市场的基石,改进公司治理,提高上市公司的运作质量,也为保护投资者利益、化解潜在的金融风险奠定了基础。

## 第二节 中国证券市场的效率分析

我国证券市场有如下特征：一是资本市场价格信号的信息效率是非常弱的；二是价格信号对资源配置还是具有一定的有效性，但这种有效性也是比较弱的；三是市场对价格信号往往产生过度反应，在一定程度上削弱了价格信号的资源配置有效性。实证研究的结果表明我国的证券市场效率低下，尚不具备促进形成良好公司治理的能力。

### 一、中国证券市场的有效性分析

20世纪60年代中期，美国经济学家萨缪尔森(Samuelson, 1965)就已经将市场有效性与信息联系起来，并对市场的信息有效性和资源配置有效性作了区分。20世纪70年代以来，学术界一直沿着美国学者法玛(Fama, 1970)定义的市场效率的含义来对资本市场进行理论探讨和实证检验。在这篇总结性文章中，法玛描述了市场效率的三种形式，即弱式有效、半强式有效和强式有效。弱式有效(Weak form EMH)指价格充分反映了关于过去价格波动的信息；半强式有效(Semi-strong form EMH)指价格充分反映了所有公开信息；强式有效(Strong form EMH)指价格充分包括了内幕信息在内的所有信息。

此后，麦克尔(Malkiel, 1992)进一步对市场有效的含义进行了便于实证分析的概括。根据法玛和麦克尔的定义，市场效率的检验主要有回报预测力测试、事项研究和私有信息测试。与此相一致，目前大部分关于市场有效性的假说和检验，都是对证券市场信息效率的验证，即证券价格对信息的反映程度。在这些研究中，市场价格的信息效率被事实上等同于资源配置效率。但从证券市场 and 实质经济的关系看，证券市场仅仅具有信息效率是远远不够的。证券市场的资源配置功能不能仅仅通过价格的信息有效性得

到完全反映。美国学者比弗(William H Beaver, 1988)指出,市场效率并不包含社会需求性的含义;(这种)市场效率只是讨论信息和股票价格之间的关系,认为市场效率越大,间接的资源配置就会越好的论断难以成立。也正因为如此,萨缪尔森对市场的信息有效性和资源配置有效性的区分才具有积极的重要意义。于是,在检验证券市场价格信号的信息效率的同时,对证券市场价格信号的资源配置效率也同样需要做出检验。证券市场资源配置有效性包含两个方面,一是通过发行市场,使募集资金流向不同产业从而促进产业结构的优化;二是通过二级市场的价格信号,引导上市公司资源的重新配置。目前的研究一般集中在第一个方面,而对于二级市场价格信号对资源配置有效性的研究明显匮乏。

与此同时,我国证券市场上不断地有上市公司进行资产重组和产业转移,二级市场上热点行业也在不断地交替交换。因此,市场对整个行业的预期或认同程度的变化(这一变化主要在行业指数的波动中得到反映),与上市公司产业转移之间关系的研究,既是一个基础性的理论问题,也是一个重要的实践问题。

既有的研究(何旭强, 2001)得出了一些基本结论:(1)网络行业的价格指数对其他行业上市公司的产业转移具有比较明显的导向作用。当市场对网络行业的评价提高时,网络行业的价格指数上涨,从而引导其他行业上市公司投资于网络行业,以提高上市公司本身的价值。(2)价格指数的导向作用具有一定的时滞。检验结果表明,这一时滞在4个月左右。时滞的长短一方面反映了上市公司对证券市场变化的反应能力,另一方面也能反映出市场本身是否具有理性。若上市公司在当期做出反应,两者关系最为显著,则基本上可以判定这是一种市场炒作的结果。4个月的反应时滞表明这种导向作用基本上不是市场炒作的结果,而是来自于理性的投资选择。(3)行业壁垒对发挥价格信号的导向作用具有重要的影响。壁垒越低的行业,价格信号的作用越显著。(4)市场

对价格信号存在过度反应。从网络行业的投资额的时间分布上看,存在着明显的奇异点,这说明其他行业上市公司受当时网络股大幅上涨,以及国内外对新经济普遍看好的乐观情绪影响,过于密集地向网络行业投资,在一定程度上造成了社会资源的浪费。

综合上述两方面的效率含义来看,我国资本市场有如下特征:一是资本市场价格信号的信息效率是非常弱的;二是价格信号对资源配置具有一定的有效性,但这种有效性也是比较弱的;三是市场对价格信号往往产生过度反应,在一定程度上削弱了价格信号的资源配置有效性。证券市场的效率低下,主要是由以下原因所造成的:一是作为市场基础的上市公司素质较低;二是市场本身不完善;三是作为市场辅助装置的中介机构缺乏信誉。

考察中国现实的资本市场成长历程,我们可以发现:第一,企业巨大的上市需求与现在资本市场相对有限的容量之间的矛盾主要是由政府部门来协调解决的。在相当长一段时期内,股票上市受到政府发行额度计划的控制,上市企业资格要通过政府的审查,政府在不同时期表现出一定的扶持偏好。第二,资本市场的竞赛规则主要是由政府提供的,市场的有效性源自公平竞争的市场规则。中国资本市场发展的实践,就是借鉴发达国家成熟的体制,吸收别国经验,在短时期内利用政府力量快速形成了资本市场的基本法律框架体系,为市场运转提供了初步的制度保障。第三,资本市场对信息公开、充分的要求非常高,保证信息及时、准确披露的工作,初期是由政府部门推动执行并逐步制度化的。作为一个向市场经济转型的发展中国家,中国政府试图利用后发国家的优势,借鉴成熟的资本市场经验,由政府设计并规范资本市场的发展轨道,控制其运行风险,政府的这种主观意图在实践中取得了比较明显的成效。但我们也得承认,正是由于转型经济的复杂背景,使得政府的某些行为也常常给市场的发展造成负面的效应。例如,人为地设置上市壁垒,使国企优先得到额度,将市场价格水平调控在

一定的区间,以保证企业融资顺利进行。这些都在一定程度上影响了市场机制正常发挥作用。

## 二、中国证券市场效率的实证分析

### 1. 中国证券市场效率的实证检验

根据有效市场理论对我国证券市场进行实证检验可以更充分的分析和说明我国证券市场的效率状况。第一,弱式有效检验常采取的检验方法,包括正态分布检验、序列相关检验、游程检验和非参量性检验。正态分布检验一般采用柯莫哥洛夫方法。俞乔(1994)对上海、深圳股票市场股价变动的随机假设进行检验。他利用上海、深圳两交易所自成立到1994年4月底的各自综合股价指数的观察值,通过对误差项序列相关检验、游程检验和非参量性检验。经检验的结果排除了上海和深圳股价变动是“随机游走”的可能性,得出了上海、深圳两地股市非有效性结论。宋颂兴、金伟根(1995)对上海股票市场的有效性进行分阶段检验,结果认为1993年1月以后,上海股市已具有弱式有效市场的特征。杨朝军等(1997)对上海股票市场有效性的实证分析,结果表明:1991年、1992年上海股市价格高度相关,为非有效市场,1993年以后上海股市趋于弱式有效市场。第二,半强式有效检验。主要是检验市场对某一公开信息的反应,其方法通常采用单指数模型来进行回归和检验。杨朝军等(1997)选取上海股市1993~1995年间100家上市公司的送配方案公告为样本对各家公司股价在公告前后的变化进行详细地分析,以检验市场对送配信息的反应。结果表明,上海股市已经能够较快地反映送配信息,说明中国股市一定程度上已能迅速反映某些公开信息,但并不能就此判定上海股市已达到半强式效率市场,实际上上海股市中的投资者大多对分红送配并不看重,而且消息事先走漏的可能性极大,在公告日前两至三天股价明显升高,而在公告日及随后的一天股价却大幅下挫,而且在公告日后多天股价仍进行较大幅度的震荡。这说明股市信息披露

渠道尚不规范,极有可能存在内幕消息的传播,并且股市投机性较强。因此,不可由此断定市场已能充分反映所有公开信息。

## 2. 证券市场存在明显的失效特征

1990年12月和1991年7月,上海、深圳两地证券交易所的正式建成开业标志着我国证券市场的正式建立,此后仅在短短几年的时间里,证券市场的发展走过了市场经济发达国家上百年的发展道路,但由于过度的融资冲动和制度的非均衡,导致资本市场发生超常规的非规范发展,证券市场运行的效率并非理想。市场失效的特征非常明显,其表现在:

第一,过度的投机性。投机是指频繁地买进卖出证券单纯从证券价格变动中进行套利的行为。由于证券投资是购买证券以期获得一定收益的行为,证券投资的收益既包括本期收入(股息、红利、债券利息等),也包括由证券价格变动引起的资本利得或资本损失。因此,投资本身也包含着一定的投机成分,投机虽然是以获得证券价格变动的差价为目的的,但其也含有投资的一面。所以,投机也是资本市场的一种内在机制。不过投机具有适度与过度之分,合法与非法之分,合法、适度的投机是指投机者利用正常渠道获得的信息,根据自己对股票走势的科学预测,以适当价格买卖证券的行为。非法、过度的投机是投机者或者利用内幕信息,或者采取市场操纵,甚至有通过非法信用交易等违规、违法手段,牟取非法暴利的行为。适度、合法的投机是资本市场的润滑剂,有利于市场的繁荣和发展,但非理性的过度投机常常会引起市场的频繁波动,导致市场失效,甚至发生危机。处在形成之中的中国资本市场,一直存在过度投机性。一是过高的换手率。适度的换手率是流动性的需要,但过高换手率则是投机过度的表现。在投机高峰时期,沪、深股市流通股的月换手率就高达10余倍甚至达30余倍,许多股票一天换手率就达100%以上。二是过高的市盈率。从国际比较来看,国际上绝大多数股市平均市盈率在20倍左右,

沪、深 A 股平均市盈率达 40~50 倍以上,如 1996 年沪市 44 倍、深市 55 倍,而 1996 年美国纽约股市平均市盈率为 19.3 倍,年换手率为 69.9%。我国股市市盈率明显处于过高状态。三是成交量差异悬殊,成交额与违规活动呈正相关。在牛市沪深两市日成交量超过 200 亿元,而在熊市却不足 20 亿元。例如,在 1996 年一个时期,我国资本市场违规活动呈递增趋势,二季度末以后明显增加,与此对照,股指飞速上升,成交额急剧增加,速度之快,异乎寻常。9 月份两市平均日成交额达 87 亿元,12 月份以后达 200 亿元以上,12 月 5 日竟高达 350 亿元。

第二,超常的波动性。我国证券市场在短短几年时间内,就发生了四次大起大落。仅就上海股市而言,第一次是从 1992 年 5 月的 1 429 点跌至 1992 年 11 月的 393 点,第二次是从 1993 年 2 月的 1 558 点跌到 1994 年 7 月的 312 点,第三次是从 1994 年 9 月的 1 052 点跌到 1996 年初的 512 点,第四次是从 1996 年 4 月的 500 点左右到 1997 年 5 月一路上升到 1 500 多点,在 1997 年 5 月 22 日即国务院证券委、中国人民银行、国家经贸委下发禁止国有企业和上市公司炒作股票的通知后第一个交易日,一天内下跌了 119 点,日跌幅达 8.8%。深圳股市也经历了同样的大起大落。市场波动就性质而言分为理性波动和非理性波动,理性波动是市场效率的体现,是市场价格对信息的有效反映,其特点是价格围绕价值的波动,持续时间短、趋向新的均衡价格快;非理性波动是投资者对信号反应过度,多为非理性的投机套利所致,既有市场操纵、内幕交易、信息欺骗等因素,也有大量个人投资者非理性的原因。非理性波动是市场失效的表现,波动较为剧烈,价格通常远离价值,并且持续时间长。中国资本市场几次大起大落的波动幅度巨大,其波峰与谷底相差 360%,显然属于非理性波动。

第三,较低的流动性。证券市场的流动性是指市场上证券转手的难易程度,高流动性是市场效率的保证,因为资本市场是通过

资本的不断流动中实现高效率配置。高流动性并非意味着高换手率,高换手率仅说明投机过度,过分追求短期交易收益。而高流动性说明即使在非常接近的价位也随时有人愿意买进或卖出,于是,交易并不引起证券价格的剧烈波动,反之,如果流动性低,就不会随时有人在非常接近的价位愿意买进或卖出,只有当价位相差较大时才发生交易,此时,交易的结果引起价格的剧烈波动。因此,交易量与成交价的关系越密切(即交易量每放大都会导致市场指数的剧烈波动),市场流动性就越差。二者变化的关系指数在美国股市中仅为0.01,而在我国沪、深A股市场却分别达到0.52和0.40,说明我国资本市场的流动性极低。我国资本市场较低的流动性是由制度因素形成的特殊股权结构所致,我国上市公司的股权结构中,国家股、法人股所占比重大而不能流通,不可流通股本(包括国有股、非国有法人股、外资股和不可流通个人股,后者包括内部职工股和国家股、法人股对个人转配股)平均达到 $2/3$ 左右,而可流通的公众股仅占全部股权的 $1/3$ ,这种非流通性股本占多数的股权结构,严重影响了资本市场的流动性,使其功能受到压制,效率显著降低。

### 三、中国证券市场效率对治理机制的影响

尽管对市场效率能否促进公司治理的改善很难精确测定,但是一些基本的测定再结合一些基于经验的方法(Rule of Thumb Approach)也可以说明一些问题。例如,根据Black(1986)关于有效率市场的定义,有效率市场是这样一种市场,其股票价格的变化幅度处于其价值的 $2$ 的因子范围之内,也即股票价格不低于价值的 $1/2$ ,不高于价值的 $2$ 倍。用这种方法来考察中国股票市场,可以清楚地看出其低效率的状况。根据上述方法计算,在新兴市场经济体的股票市场中,中国股票市场其市场价格与账面价值之比是最高的,而且还没有显示出明显的向正常水平转变的趋势。从公司治理的角度来看,里昂信贷亚洲证券公司(the Credit Lyonnais

Security Asia)关于公司治理的研究认为,在中国上市公司的经营业绩与公司治理的各项指标之间还不存在明显的联系(CLSA, 2001)。

由于中国现行的会计制度和信息披露制度中还存在许多问题,很难确定上市公司经营业绩是否真实有效。正因为如此,我们在对样本上市公司的经营业绩与公司治理之间相互关系进行基本测定时采用了如下方法:首先,对比ST和非ST上市公司的公司治理模式。根据中国的规定,ST公司是指已经连续三年亏损的上市企业,其经营业绩显然很差。我们希望从中发现ST企业公司治理方面的一些共性特征。其次,我们考察股票市场是否对这些特征作出反应。<sup>①</sup>

在中国股票市场中,就所有制结构而言,ST公司与非ST公司之间的差异并不大。然而,ST公司的国有股比例相对较高,而机构投资者所持有的流通股比例则相对较少。另外,ST公司的所有者相对比较分散,而非ST公司则相对比较集中。从董事会结构来看,ST公司董事会中执行董事较多,而非ST公司董事会中执行董事则相对较少,说明ST公司内部人控制程度较高。但是,ST公司中最大股东和前三位股东在董事会中所拥有的席位却比非ST公司少,而且ST公司中董事长兼任总经理的现象也比非ST公司更为普遍。

对上述现象的一种诠释是,以内部人和公司管理层为主导的控制结构是与其较差的经营业绩相联系的,而且,在一个立法和司法体系尚不健全的市场中,股权相对集中的企业可能会比那些股权相对分散的企业,也就是那些为内部人控制的企业,更容易取得较好的经营业绩。导致这一现象的可能原因是,中国经济中还缺乏对内部人和企业管理层实施有效控制的法律手段和市场机制。

---

<sup>①</sup> 引自张春森等著:《中国的公司治理与企业改革:建立现代市场制度》,中国经济出版社,2002.93-97.

由于执行董事比重较高而监事会又形同虚设,出现严重的内部人控制和令人失望的经营业绩也就难以避免了。如果股东可以更多地选择一些非执行董事进入董事会,就可以对内部人控制形成有效的制约。

对上述现象的另一种解释是,它可能纯粹是一种会计造假现象,即大股东或母公司通过操纵处于其控制之下的上市公司的账目或进行关联交易等方式,对上市公司提供临时援助以掩盖其不良业绩。按照这种解释,ST公司之所以业绩较差,就是因为它们缺乏一个足够大的或有足够积极性的大股东,能够在上市公司遇到经营困难时提供援助;或者是因为它们的股权结构使得股东们在提供这种援助的问题上难以达成共识。

如果上述解释仍不足以说明问题,我们还可以通过对ST公司和非ST公司董事会决策权的比较来获得更进一步的认识。

总体来看,非ST公司董事会在重大决策方面,特别是在融资和组建战略同盟等方面有较多的决策权。这也在一定程度上证明了前面的判断,即企业管理人员或内部人控制是一个关键因素。我们发现,国有股比例较高是与执行董事数量较多联系在一起的,这又在一定程度上加剧了内部人或经营层控制。

接着,我们对所发现的可能比较重要的公司治理特征与全部样本企业的经营与市场业绩指标进行了相关分析。分析的结果印证了对ST公司和非ST公司进行对比分析时所得出的结论,即执行董事的比例越高,企业的经营业绩就越差,而由主要股东所任命的董事比例越高,公司的经营业绩就越好。如果用市值与账面价值之比作为市场评价企业业绩的指标,那么,中国上市公司经营业绩的市场评价指标与公司治理各项指标之间不存在具有明显统计意义的相关性,这说明中国股票市场对上市公司治理的好坏根本不予关心。

## 1. 价格机制

市场信息反应能力的缺失,表明中国股票市场的价格形成机制还不完善,并没有将资本配置到效率高的部门中去,市场处于低效率的均衡状态。这不仅源于我国股票市场体制和结构上存在的严重缺陷,而且在于我国股票市场主体秩序、行为秩序和监管秩序的不规范和不完善。尽管近年来证券监管层在强化市场化手段监管方面采取了很多举措,但带有强烈行政管制色彩的行政措施,仍是制约市场运行与发展的重要力量,中国股票市场仍表现出较强的“政策市”特征。这样一种市场,使得市场机制这只“看不见的手”在股票市场价格形成和变动中的作用受到了很大抑制,而行政力量则成为影响股票市场价格确定机制的重要因素。

由于股票市场发展具有明显的“政策担保”与行政化的特点,股票价格并不能有效地反映市场信息,而信息失真和市场参与各方信息之间的不对称,使得投资者不得不为之付出额外成本(信息收集与信息甄别成本),在理性预期条件下,投资者的投资行为被演化为理性投机行为,人为地放大了市场中的“博傻”机制,从而使我国股票市场的信息传递机制发生扭曲,而且价格形成机制也不可避免地发生了扭曲。这种双重扭曲的结果,必然导致市场的有效性差,市场价格无法有效引导社会资源向边际效率高的项目有序流动,进而弱化了股票市场的资源配置效率。

信息披露制度的失灵也是导致股票市场定价效率低下和资源配置功能弱化的直接原因。信息披露制度是股票市场制度的重要内容,而信息披露的真实性、及时性则成为股票市场的灵魂。只有保证信息披露的真实性、及时性,才有可能形成公正、合理的股票市场价格,使市场定价效率保持在一个较高的水平上。但在中国,上市公司信息披露中的虚假现象和股票市场的发展过程形影不离,上市公司的信息可得性和信息发布的及时性也存在很多问题。从市场的现实情况看,这些问题的形成主要源于制度障碍、公司主

体行为障碍而非技术障碍。政府的决策过程不透明导致政策信息不明晰,也可以从制度缺陷上找到原因。上市公司信息披露中频繁发生的违规行为,使市场的公信力被破坏,投资者对上市公司和市场的信心受到了很大挫伤,市场的定价机制也严重扭曲。货真价实的“绩优股”不优价,而被虚假业绩包装起来的“绩劣股”和垃圾股却身价百倍、风光无限,价格扶摇直上、屡创新高。这样一种价格颠倒的股票定价机制,不仅不能有效指导增量金融资源的分配和存量资源的调整,反而会导致金融资源的“逆向配置”。

此外,市场操纵使股票价格与上市公司的基本面严重背离,纵观近几年的股票市场,“庄家”一直大行其道。推动股价上扬的不是公司的经营业绩和成长性,而是“庄家”炮制的各种概念、题材和虚无缥缈的“想象空间”。“庄家”经常与上市公司联手,利用掌握的内部信息或散布虚假信息肆意炒作某只股票,进行市场操纵。在这种情况下,股价被“庄家”玩弄于股掌之上,与上市公司的治理质量、经营业绩和内在价值完全脱节。

由于以上原因,中国证券市场上的股票价格严重扭曲,无法反映公司的真正价值,使得证券市场的市场评估体系失真,价格机制无法发挥公司治理的作用。

## 2. 接管机制

中国上市公司目前的所有权结构使得恶意收购不可能成功。然而,通过非流通 A 股的私下协议转让,每年发生的购并活动也有上百起。如前所述,在被调查的上市公司中,有 28% 的上市公司自首次公开发行股票以来发生了最大股东变更。在这种私下协议转让中,股票的交易价格只相当于流通股市场价格的一小部分。这样,如果收购者能够找到愿意出让非流通股的控股股东,其获得控股权的代价将低于其通过市场进行的收购。不同类型的股票存在不同的市场以及由此产生的价格差异,导致了非上市企业收购上市企业这样一种反常现象,因为从 A 股公司本身的价值来看,

由它们收购非上市公司更具有经济上的合理性。

购并活动的原因是多种多样的。除了一些传统的动机外,中国企业还需要通过出售资产以满足政府所要求的利润目标,或通过出售资产以增加收入来达到增发新股所要求的10%的资产盈利率指标。由于到期债务无力偿还,抵押资产被强行没收而引起的购并现象也变得越来越。在许多案例中,相当大数量的股权,甚至是多数控股股权,在其持有者无法如期归还银行或其他债权人债务时被拍卖偿债。虽然这种做法从长期来看有利于企业的发展,但却并不一定与管理层的利益相一致。在我们的样本企业中,86%的企业在控股权发生变更时撤换了董事长,46%的企业撤换了总经理。这样,如果上市公司的控股股东遇到财务困难,上市公司的高层管理人员就可能受到威胁,因此他们也会采取措施以避免主要股东发生变更。

另外一个问题是,现在的公司治理结构能否促进企业之间的购并活动,因为现在的购并活动数量远低于中国结构调整的要求。例如,与同等经济规模的国家相比,中国工业的集中度还比较低。根据官方的统计,在工业领域的46个行业中,只有8个行业的集中度(根据销售额计算,下同)大于40%,而大多数行业的集中度则低于20%(HSBC 2001)。小型的、不具经济规模的工厂主导着大多数产业领域,它们在制造业中的生产能力利用率大约只有60%,其中大多数企业如果没有政府这样或那样的补贴是很难生存下去的。工业领域集中度较低的现实也从另一个角度说明了过度竞争现象的大量存在,即90%的生产资料和消费品是供过于求的。这样的产业结构也意味着中国还不能向国际竞争者全部开放市场。在全国范围内进行整合是十分必要的,而与破产和罚没抵押资产相比,企业之间的购并是更为有效地实现适度集中这一目的的重要途径。

企业之间的自主购并在某些行业能够比较容易地实现,如石

化、航空等行业。其原因是这些行业都存在着一个全国范围内相同的最终股东。然而,在能源、收费公路、汽车等行业中,由于地方政府的股权比重较高,企业之间成功地实现重组就比较困难,这也是证券市场中多数行业的典型状况。如果中国不能形成统一的国内市场,没有能够跨地区经营的企业,就无法真正成功地融入世界经济之中。

中国的购并活动通常都没有投资银行的参与,而是采用现金支付的方式进行。其原因一方面是由于发行新的融资工具需要花费较长的时间并履行很复杂的批准手续;另一方面证券市场本身还不成熟。此外,政府对外国以及私人投资者参与购并的限制、政府在处理购并申请方面的随意性等因素,也对企业的购并有一定的影响。一般而言,购并必须由哪一个政府部门批准并没有明确的规定,而且政府各部门之间的职责又常常是相互交叉和不断变化的。

看来,中国证券市场中,购并的最大动机还是获得进入股票市场融资的渠道。其结果是购并活动并不考虑经济上的合理性,不会对被并购企业有什么改善,只会助长对控股权的滥用。

### 3. 激励机制

我国上市公司的薪酬结构比较单一,不能对董事和高级管理人员起到足够的激励作用。从总体上看,对上市公司经理的激励缺乏动态化,强度太弱,没有与市场接轨,个人收入和公司业绩未建立规范的联系。不少企业经理人由于股票结构不合理,其利益不能通过透明的机制来保证,因而他们以追求自身价值最大化为目标,而不是根据利润最大化目标来经营企业。经理人在有利益冲突的情况下,在决策时往往并不采取回避的做法,而选择对自己有利的条件决策,为自己牟取私利,不惜损害股东尤其是中小股东的利益。在这种情况下,公司的业绩在更大程度上依赖于经理人员的素质和“良心发现”,或者依赖于控股股东的开明程度。

#### 4. 会计透明度、审计独立性、信息披露制度

上交所对 2 000 份上市公司的年报进行了审查 ,从中发现了一系列信息披露方面的问题 ,主要包括 :

第一 ,年报中对关联方交易的披露并不完全符合有关的会计准则。其中 ,关联方交易的定价方法、关联方使用上市公司资金的理由、上市公司向关联方提供资产或被关联方占用资产的协议安排都没有给予明确的说明。另外 ,与关联方有关的重要融资活动也没有及时披露。

第二 ,某些上市公司没有完全披露其募集资金的用途 ,对预期利润与实际净收入之间存在的差异也没有给予充分的解释。

第三 ,注册会计师的审计质量参差不齐 ,不仅影响了审计报告的可信度 ,而且影响了利用审计报告进行比较的便利性。

当前我国的公司治理存在着比较严重的财务会计制度障碍。从国际经验来看 ,会计制度和公司的会计政策对公司财务会计信息产生着重要的影响。我国企业类型较多 ,会计制度分散 ,会业之间缺乏统一的“会计语言”(Accounting Language)。从分析原则看 ,我国对会计制度的制定及实施的监管自觉或不自觉地从国有资产管理或国有企业财务管理的角度进行考虑 ,往往从有利于国有股东或大部分企业的大股东出发 ,对中小股东的利益往往有意无意地采取非“公平”待遇。从目前的实际情况看 ,企业会计制度及各种补充规定只在股份有限公司执行 ,而企业会计准则只适用于股份制企业 ,其他非股份有限公司形式的企业执行的是行业会计制度及企业财务制度。由于会计制度、政策和标准的不统一 ,我国企业之间在交易上缺乏共同的“财务会计语言”和共同的“公允观念” ,股份有限公司与股东单位的交易大多是如此 ,股东单位多从“一股独大”或“国有资产管理”的角度与股份有限公司发生交流 ,加之国有股权代表人缺位 ,国有股权代理经营人存在“道德风险” ,其结果通常是“股东不合格”(Unqualified Shareholder) ,这为

股份有限公司的规范治理带来了制度上的困难。

我国会计准则和标准与国际会计制度存在较大差异,这是我国公司治理与国际水平存在差距的重要原因。国际会计制度反映的是一种股东主义的会计制度(Shareholder-oriented Accounting System),特别强调谨慎性原则,在对固定资产折旧、无形资产费用摊销、存货处理、短期投资和长期投资准备、应收账款准备、贷款利息收入的确定、子公司收益的处理、子公司资本溢价的处理、证券公司公允价值的确认等,无不体现谨慎性的原则。这些原则为虚增收入与利益、虚构资产和权益留下的余地非常小。而我国的会计准则和会计制度还很不完善,会计处理的标准不细,操作随意性大,这不利于公司治理的规范。

需要指出的是,我国企业会计准则不仅在数量上与国际存在较大差距,而且我国会计准则与国际通用的会计准则功能也不尽一致。特别是我国有关债务重组、非货币性交易和投资等会计准则,国际通用“公允价值”计价原则,我国是按账面价值计价。由于发行市场长期没有较好解决规范改制重组的问题,不少企业采取财务包装,一些没有连续经营业绩的企业应要求提供“申报会计报表”,采用“模拟会计报表”方式,一些持续企业的“申报会计报表”与原企业报表存在人为的财务调整。这些做法不符合国际通用会计准则的客观性原则,同时造成我国上市公司会计信息失真、虚假包装上市的后果。

在当前中国资本市场发育尚不成熟、投机性较强的条件下,除存在信息披露尚不充分的问题之外,有选择性地披露信息也是一个十分严重的问题。例如,中国没有规定A股上市公司应向股东发送财务报告,当上市公司有选择性地向证券市场披露信息时,常常会引发股票价格的大幅波动和交易量的异常变化,从而损害中小股民的利益。

### 第三节 中国证券市场的市场治理机制分析

证券市场作为我国金融制度创新的产物,它是适应我国经济发展和改革开放的需要而培育和发展起来的。但是由于一系列的制度缺陷的存在,导致我国的证券市场股价扭曲,一方面使投资者无法从公司股价来判断公司的经营状况及评价经营者的能力和努力程度,造成股价的信号传递功能失灵,从而加剧了市场根据各种题材进行炒作的投机倾向;另一方面使上市公司实行股票期权制度缺乏市场运行基础,无法发挥对经营者的激励约束作用,同时大量劣质企业股价高于其内在价值,使其难以对外部收购者产生吸引力,无法通过证券市场的收购接管机制来对经营者产生约束作用。

#### 一、中国证券市场的形成及制度缺陷

##### 1. 中国证券市场的形成和发展

我国的资本市场萌生于融资的客观要求。经济市场化改革的结果使政府对资源的集聚和分配受到市场力量的作用,从而导致了国民收入分配格局和结构的改变,使国家财政收入占 GNP 的比重逐年下降,由 1978 年的 31% 下降至 1995 年的 10.8%。加上巨大的改革成本使政府财政发生赤字,并且赤字逐年增长,导致财政向银行的透支逐年增加。为了弥补财政赤字和筹集建设资金,1981 年,我国重新恢复国债的发行,当年发行的 48 亿国库券主要面对国营、集体企业和地方政府,年利率为 4%,1982 年中央政府又发行了 3 年期国库券,一部分面向个人年利率分别为 8% 和 10%,而面向单位发行的国库券年利率分别为 4% 和 6%。以后国库券均每年发行,国库券发行逐年增加,20 世纪 80 年代中期以后,中央政府又分别发行了国家重点建设债券、财政债券、基本建设债券、保值公债和特种公债等 6 种国债。到 1997 年,国债发行

规模达 2 421 亿元 , 国债余额占 GDP 的比重达 7.41%。尽管政府发行债券的初衷不是为了建立资本市场 , 而是为了弥补财政赤字和解决当时建设资金的短缺 ; 但国债的发行不仅开辟了新的融资渠道 , 而且它作为政府融资制度的创新为我国债券市场乃至证券市场的发展奠定了基础。随后 , 各种债券应运而生 , 发行量逐年增长 , 并在此期间 , 为深化企业改革 , 国营企业、集体企业也开始了股份制试点 , 许多企业开始通过发行股票筹集生产资金 , 股票市场开始发育。因此 , 融资制度的创新在客观上促进了证券市场的萌发。

1981 年 , 我国恢复发行国债作为市场化改革中资本市场的胚芽 , 至 1986 年的这一时期我国证券市场基本处在启动阶段 , 其特征是仅存在发行市场(一级市场)。1981 年首次国债发行 48.66 亿元 , 以后每年发行量逐渐增加。1985 年以前 , 我国债券品种单一 , 只有国库券一种 , 而且期限均为 10 年 , 采取派购方式发行 , 偿还采取抽签方式。到 1985 年 , 我国国库券已累计发行 237.2 亿元。此后 , 债券的品种、结构日益丰富多样化。

从 20 世纪 80 年代初 , 我国一些企业开始发行股票直接筹集资金。起初的股票发行目的是集资 , 不是改变企业所有权 , 发行量较小 , 多数股票事先确定固定的回报 , 到期持有者可以收回本金 , 而且大多数是在企业内部向职工发行。至 1983 年 , 深圳宝安县联合投资公司首次公开向社会发行股票 , 第二年北京天桥百货商场也公开发行股票 , 仍属不规范的可偿还股票。1984 年 9 月 , 上海飞乐电声总厂首次向公众发行了较规范的不可偿还股票。到 2001 年 7 月底 , 我国境内上市公司(A、B 股)达 1 140 家 , 境外上市公司(H 股)56 家 , 其中只发行 A 股的有 1 005 家 , 只发行 B 股股票的有 24 家 , 只发行 H 股股票的有 34 家 , 另 89 家公司有既发行 A 股又发行 B 股的 , 既发行 A 股又发行 H 股的有 22 家。

1991 年 10 月 , 我国第一家国内基金——深圳南山风险投资基金率先问世 , 发行规模 8 000 万元 , 1992 年 1 月中国农村发展信

托投资公司等五家金融机构联合发起第一家规范化的公司型封闭式基金——淄博乡镇企业基金经中国人民银行总行批准设立，随后中国国内基金发展迅速，到1997年底，全国共有基金75家，资产规模为80亿元左右。1997年11月，国务院发布《证券投资基金管理暂行办法》，证券投资基金进入规范发展阶段，1998年，金泰、开元、兴华、安信、裕阳五家证券投资基金批准设立，各募集资金20亿元。到2001年6月，证券投资基金有36只，基金规模达575亿元。

证券发行市场的发展客观上呼唤着证券交易市场的产生，到20世纪80年代中期，我国国债和企业债券发行已达到一定数量，于是产生了证券变现的客观要求，特别是国债采取派购方式发行，持有者变现困难引起了群众的不满，并且同期的黑市交易十分猖獗。在此情况下，国家规定，单位持有的国库券可以抵押贷款，同时开放国库券贴现市场，以后个人持有国库券可以到银行贴现，1986年8月，我国第一家证券交易市场——沈阳信托投资公司证券交易部开业，随后上海等其他城市也陆续开办了证券交易市场进行国债和企业债券的转让和交易，在试点基础上，到1991年，全国基本上开放了国债二级市场。股票市场方面，早在1986年9月，工商银行上海信托投资公司静安证券业务部率先开办柜台交易，当时交易股票仅有延中和小飞乐两种股票。1987年，上海开始筹备证券交易所，由于各种原因，直到1990年12月，新中国第一家证券交易所——上海证券交易所正式成立，次年7月深圳证券交易所经过两年试营业也正式成立。两家证券交易所的建立使我国证券交易市场步入快速发展阶段，1990年12月北京全国证券交易自动报价系统(STAQ)正式开通，1992年8月，武汉证券公司正式开办异地代理买卖上海证券交易所股票，此后，深、沪证券交易所陆续与全国各大中城市并网开通，这标志着我国证券市场交易体系基本形成。到1997年底，全国有两家交易所，两个电子化交

易系统即全国证券交易自动报价系统(STAQ系统)和全国电子证券交易系统(NET系统)和三个证券交易中心即天津证券交易中心、武汉证券交易中心和沈阳证券交易中心。深、沪证券交易所主要进行上市公司的个人股交易,两交易所会员总数达1066家,全国345家证券经营机构的3000多个证券营业部与上海和深圳两证券交易所进行联网同步交易。到2001年7月,在沪、深两个证券交易所开户交易的投资者数量接近6470万户,境内上市公司1040家,上市公司总股本达4163.43亿股,股票市价总值达46440.83亿元,流通市值为16272.09亿元。STAQ系统和NET系统主要进行国库券交易和法人股流通试点,三个证券交易中心主要进行国库券和投资基金券的交易。分散在全国各地的3000多个证券营业部以及银行信用社的国债代办网点,还进行债券的柜台交易。

## 2. 中国证券市场的制度缺陷

我国资本市场的发育和建设在十几年的时间内走过了西方发达国家上百年发展的道路,成绩是巨大的,但由于长期以来重融资、轻制度的倾向,忽视了资本市场发育中的制度创新与建设,以致制度缺陷阻碍了资本市场的形成,客观地说我国资本市场仍处在发育形成之中,资本配置仍然是不完全市场机制。

在资本市场中国家信用过度倾斜。一方面银行信用比重过高,由国家控制的国有银行又几乎垄断了银行信用,储蓄存款70%以上集中于国有银行,国有银行的贷款占全部金融机构贷款的80%以上;另一方面证券信用也向国家过度倾斜,除了国债占证券市场最大份额以外,中央、地方政府的企业债券、重点建设债券、国家建设债券都直接或间接地以国家信用担保,在股票市场上,国家信用也在占市场主体最大份额的国家股上得到体现。尽管多元财产主体的形成,使居民与银行之间已经形成了以金融资产为基础的资金交易或借贷关系,但在国有经济内部,由于产权关

系没有改变,国有银行与国有企业产权主体的同一性,使银企之间不可能形成真正的市场化的信用关系,从而阻碍了国有银行商业化和银行信贷市场的形成,使其具有准市场特征。

此外,资本市场主体呈现出筹资者不受市场约束,投资者以个人为主、缺乏理性,中介机构制度缺陷、行为不规范,政府机构行为不当、不合理干预,从而资本市场机构存在制度风险。

## 二、价格机制分析

市场信息有效性差和投机性强导致股价严重偏离公司业绩,使证券市场的价格发现功能失灵,进而使其丧失了对经营者的评价和激励约束作用。理论研究表明:价格发现功能有效运作的前提是证券市场具备有效性。所谓市场的有效性,就是要求价格可以反映所有公开的信息,价格对有关新信息可以作出迅速且不偏不倚的反映,没有利用公开信息进行套利的可能。按照市场信息集的完整性和充足性不同,有效市场理论将股票市场分为弱式有效市场、半强式有效市场和强式有效市场三种。根据有关学者的实证分析,我国证券市场的有效性目前处于无效市场或者向弱式有效市场过渡的阶段。其含义是我国股票市场目前只能基本反映股价所包含的历史信息,但还不能充分反映现在所有公开信息和内幕信息,因此政府应加强对市场运行和信息披露方面的监管。

造成我国证券市场信息有效性差的原因主要有:首先,上市公司信息披露不规范,还存在大量不充分披露、虚假披露和利用内幕信息交易的现象,如曾受到交易所谴责的ST联谊、PT红光、ST幸福等公司就是典型;第二,“庄家”内幕交易严重,甚至与上市公司联手操纵股价。如近期媒体披露的“基金黑幕”、“中科创业股票操纵案”、“亿安科技股票操纵案”等事例,反映了我国证券市场还存在严重的市场操纵行为,以致出现了所谓“股不在好,有庄则灵”的荒唐现象;第三,市场波动过大过频,换手率过高,平均市盈率过高。据统计,我国股市从1992年到2000年出现了9次大的震荡,

平均峰谷相差 200% 以上。而同期在美国股市的波动中,峰谷相差仅为 60%,在新加坡股市的波动中峰谷相差为 100%。1993 年到 1998 年,我国股市的平均换手率达 437%,而同期纽约、东京、伦敦、韩国和香港股市的平均换手率仅为 59%、29%、64%、152% 和 56%。2000 年,上海股市在 2 000 点上方时平均市盈率高达 60 倍,而近期国外成熟股市的市盈率仍大致在 20 倍左右,第四,市场投机气氛浓厚,加上市场炒作重题材不重业绩,以致出现了劣质企业股价高过绩优股、ST 股票受到大力追捧的不正常现象。

股价严重偏离公司业绩,一方面使投资者无法从公司股价来判断公司经营状况和评价经营者的能力和努力程度,造成股价的信号传递功能失灵,从而加剧了市场根据各种题材进行炒作的投机倾向;另一方面使上市公司实行股票期权制度缺乏市场运行基础,无法发挥对经营者的激励约束作用,同时大量劣质企业股价高于其内在价值,使其难以对外部收购者产生吸引力,无法通过证券市场的收购接管机制来对经营者产生约束作用。

### 三、控制权市场机制分析

#### 1. 公司内部控制权争夺

我国证券市场发展近 20 年来,从总体上来说控制权市场的发展相对滞后。阻碍上市公司控制权市场配置机制发育的原因,在于上市公司承袭了国有企业控制权行政配置的特征,如企业经理的行政化管理、政企分开不到位、缺乏公开透明的经理聘选机制等,特别是上市公司高层经理人员的管理体制,仍然受到传统集中统一的人事管理体制的束缚。但是,从个别上市公司的情况来看,控制权市场配置机制已经初现端倪。比如说,华晨公司的前身中华公司就出现了公司部分董事召集董事会并重新聘任公司管理层的举措,尽管该行动后因新控股股东的介入而告失败,但是该案例揭示了我国现行《公司法》和有关法律规定的不足,对于我国如何

完善董事制度具有重要意义。

公司外的控制权争夺,主要形式是代表权争夺和敌意接管。我国证券市场发生的并购案,大部分是通过协议市场即通过国有股和法人股的转让(行政划拨、协议转让、公开拍卖)的形式实现的,只有很少的案例是通过证券市场的竞价实现的。原因是我国上市公司股权结构大部分过度集中,只有少数上市公司的股权结构处于十分分散的状态,适合潜在股东或管理者进行竞争,比如方正科技曾成为深圳宝安公司、北大方正公司争夺的对象,宝延并购案是我国证券市场首宗通过敌意接管实现控制权转移的案例。中国企业购并大都是收购方获得超额收益,但从总体上而言无助于提升经济绩效的行为,其目的是实现收购方进入资本市场的目的,证券市场的局部繁荣并不是以整个经济效率的提升为基础。

就代表权争夺而言,在我国证券市场也出现了若干起。最早的案例是君安证券公司通过接受深万科主要股东的委托,公开宣布倡议改组深万科的管理层,其后深万科的管理层和君安证券公司展开了股东代表权的争夺,最后由于主要股东撤销对君安证券的委托授权使其倡议行动失败。另一起案例是广州通百惠公司争夺胜利股份的控制权。通百惠公司通过拍卖市场获得了胜利股份的较多股权,并在该公司召开股东大会以前通过媒体公开征集投票权,后由于胜利股份管理层得到了主要股东的联合支持,而在董事会中将通百惠公司的候选人基本排斥在外。

从代理权争夺对公司价值的影响来看,无论以股价还是以财务指标来衡量股东财富,除代理权争夺除发生前后可能引起股价的波动以外,从长期来看,代理权争夺对股东财富没有积极影响,如表 6—1 所示。

表 6—1 中国证券市场代理权争夺的经济绩效

公司名称	代理权争夺前一年公司业绩 (以净资产收益率表示)	代理权争夺当年公司业绩 (以净资产收益率表示)
胜利股份	14.98%	7.21%
金帝建设	12%	8.46%
深万科	26.48%	17.18%

资料来源:根据上述公司年报整理。

从美国的情况来看,代理权争夺往往会引发收购,因为即使代理权争夺失败,但公司发生代理权争夺的事实本身也说明公司目前管理效率低,从而引起潜在的外部收购者的关注。因此,失败的代理权争夺可以理解成收购的预演,中国的代理权争夺主要是大股东之间争夺控制权的手段,目前还不大可能发展成收购。而且因为非流通股股东股权退出的机制不畅,因此,代理权争夺可能意味着对控制权的持久的争夺,并因此影响公司的正常经营,胜利股份2000年度的业绩说明了这一点。我们认为,代理权争夺可能比较适合在股权分散型公司治理中发挥积极作用,在此种类型的公司中,可能不存在具有控股地位的股东,因此,对经理层的约束可能完全依靠公司控制权市场来完成,中小股东依靠自身的力量通常无法通过影响董事会的方式实施对经理层的监督,在这种情况下,代理权争夺就成为股东惩罚偏离股东利益的管理层的有力工具。

但就中国目前的情况而言,代理权争夺只可能在一些股权比较独特的公司中发生,中国上市公司中广泛存在的“内部人控制”限制了代理权争夺的成功比率,与西方的情形相类似,中国上市公司有限的代理权争夺案例也都以经理层的获胜而结束。而且,在股权集中型公司治理下发生的代理权争夺,往往导致对公司控制权的持久的争夺,代理权争夺中失败的一方也未必肯轻易退出,因此,代理权争夺并不一定能改善上市公司的绩效。从实际的情况

来看,代理权争夺在多数情况下给公司发展造成负面影响,管理层无法关注于公司的发展而要将相当的精力放在如何寻求其他股东支持上。因此,就中国公司治理的演进而言,代理权争夺作为一种约束机制可以发挥的作用不容高估。

从具体的实施来看,尽管法律支持代理权争夺,但是由于缺乏相应的操作细则,实际操作中的空白地带还很多,以至于在胜利股份的代理权争夺中,对通百惠究竟征集到多少委托代理投票权存在争议,因此,相关的法律法规还需要进一步健全,例如公开征集委托书的程序、格式与要求,委托书征集人的身份说明及其持有的股份数量变动的及时公告等等。此外,如何通过制度创新来降低代理权收集的成本也是代理权争夺能否发挥作用的关键。对一个小股民来说,如果委托行为本身意味着一笔不小的支出,则委托投票可能就不是一种理性行为。对中国资本市场而言,尽管收购必然是接管的主要方式,但是作为一种低成本的控制权转移方式,代理权争夺也有其自身的优势,法律应当使实际操作步入有法可依的规范轨道。

控制权市场是公司治理的重要组成部分。从我国实践来看,通过控制权市场规范公司治理还存在许多障碍,主要表现为:第一,董事的选择机制还受到行政和人事管理体制的影响;第二,董事在行使权利和履行义务上还存在素质差距;第三,董事在控制权方面的纠纷缺乏赖以解决的机制和法律规定;第四,就公司内的控制权转移而言,对董事的考核、聘任、监督和对高层管理人员的治理方面缺乏程序和有效的机制,监事会没有发挥作用。

## 2. 大股东或债权人(银行)监督机制方面

我国的银企关系经历了一个角色相互转换的过程。20世纪80年代初,国家停止对企业流动资金的财政拨款后,银行承担了对企业流动资金的供应职能并被赋予了相应的管理权限,由于实行严格的贷款计划管理,银行对企业具有一定的控制和监督权。

但是从 80 年代后期开始,实行允许银行和企业“双向选择”以后,出现了企业多头开户、多头贷款的现象,特别是以承包制和放权让利为主要特征的企业改革,更强化了企业的内部人控制,使银行失去了对企业的监督。不仅如此,在特殊的国有企业产权结构下,银行不仅不能对企业实行有效监督,而且还成为借款人的“人质”。首先,国有企业存在所有者缺位,作为代理人的企业经理人员不是国有企业的所有者,其行为目标是自身效用的最大化,在经理人员货币报酬与国有企业的经营业绩联系不紧密,或者几乎没有任何相关的情况下,获得控制权及由此带来的非货币性收益就成为企业经理的目标,而扩大企业规模才能不断增加其控制权的“含金量”,在外部直接融资渠道不畅的约束下,想方设法获得银行贷款是企业融资的主要途径。其次,企业以扩张规模为动机的投资必然导致投资效率低下,在银根收紧的条件下,银行不良资产增加,当银行不良资产增加到一定水平后,银行从企业中退出十分困难,因为大批不良资产的剥离将导致银行自有资本的显著减少从而引发危机,由于银行无法从债务关系中退出,有时还不得不向企业提供“扶贫”贷款,因此银行就成为企业的“人质”,也不能对企业的经营进行有效监督。

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,是公司治理关系中的利益相关者,可以发挥重要的治理作用。从我国实际来看,银行作为公司治理中的重要组成部分,不仅是必要的,也是可行的。第一,银行和作为所有者的国家在公司中的利益是可以一致的,特别是在当前国有企业负债水平较高又缺乏信贷预算硬约束的条件下,银行参加公司治理,不仅有利于维护银行的权益,也有利于维护股东权益,特别是有利于维护国家的权益,因此国家可以委托银行对企业进行监督;第二,由于银行掌握的信息比较充分、全面,具有控制和监督企业资金流的能力,因此银行的监督具有较高的效率;第三,银行的债权约束是刚性的,因而银

行也具有关注企业生存和发展的动机,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;第四,银行具有比较丰富的人力资源和健全的组织管理体系,可以保证银行监督的质量。

目前,尽管我国建立了以主办银行制为内容的新型银企关系,但是银行仍然没有参加到公司治理中来。其中的原因在于:一是受到《商业银行法》的限制,银行不能持有公司的股权,导致银行不能以股东身份参与公司治理;二是在公司法的规定中,董事、监事代表的是股东的利益,排除了债权人在公司正常经营条件下参加公司治理的法律途径;三是银行自身产权结构的特点也决定了银行的经理人员缺乏足够的动机去争取参加公司治理的权利。

#### 四、股票期权机制分析

建立适合现代企业制度要求的经理人薪酬制度,在我国已经有许多探索。基本的做法包括:第一,改变单一的工资结构,设立与多项量化指标和可考核的指标相联系的工资结构,使经理人的工资结构反映企业或所有者对其行为的要求;第二,形成工资、奖金和福利多渠道的分配机制;第三,建立年薪制。从我国上市公司经理人薪酬的实际来看,许多实证研究表明,包括董事长、总经理在内的高管人员薪酬与公司业绩之间还不存在明显的正相关关系,有些情况下还出现了薪酬多少与公司业绩好坏之间严重背离的情形。

在我国上市公司经理人的薪酬结构中也出现了董事长和总经理和其他高级管理人员持有股份的情形。一般来说,他们所持股票的获得途径包括:第一,在股份制试点初期以定向募集形式改组企业时认购的股份;第二,按照中国证监会允许在公开发行额度的10%以内以职工股形式认购的股份;第三,通过二级市场购得的股份;第四,部分公司实施员工持股计划或内部股计划认购的股份。这些股份不是以经理人股票期权的形式获得的,并不能起到长期激励的作用。

## 1. 股票期权

在中国证监会明确禁止发行公司职工股以后,如何建立适合我国上市公司具体情况并且行之有效的股权激励机制,已成为证券市场发展、建立现代企业制度过程中十分迫切的问题。我国部分企业包括上市公司已经开始了期权计划的探索,上海、武汉和深圳等城市制定了对国有企业和国有控股公司的经营者实行股票期权制度的办法。目前,国内已经实施的股票期权计划主要有以下几种模式:

(1) 武汉模式。武汉国有资产经营公司对其属企业的法定代表实行年薪制,年薪由基薪收入、风险收入和年功收入构成,其中,风险收入根据企业完成净利润情况核定,国资公司将其中30%以现金形式当年兑付,其余70%转化为股票期权。股票的获取由国资公司在股票二级市场上按该企业年报公布后一个月的股票均价购入,期权按每隔一年返还30%的方式向企业法定代表人支付。期股到期前,股票由国资局代管并由国资公司行使表决权。未到期的期股虽不能上市流通,但企业法定代表人作为所有者仍享有分红和增配股的权利。

(2) 上海贝岭的虚拟股票模式。上海贝岭从1999年开始在公司内部试行“虚拟股票”奖励计划。公司每年从税后利润中提取一定数额形成“奖励基金”,然后从奖励基金中拿出一部分来运作股票期权计划,收益对象主要是技术骨干。首先,按员工的业绩确定奖励额,根据当时市价折算为股票股数,由员工“虚拟持有”,此后若实施送转股,将同步增加持有的股数;若股票分红,员工也将获得相应现金;当员工服务到一定年限后(一般是5年),可将虚拟持有的股票“变现”——按照市价折为现金,发还给员工。该计划不涉及股票的实际交易,而是以“虚拟股票”作为激励手段,将公司市场表现与员工的利益联系起来。

我们认为,中国上市公司尤其是一些国有股不居控股地位的

上市公司可以考虑引入股票期权制度,资本市场的弱有效不会明显影响股票期权制度的激励效果,从中国资本市场的情况来看,由于近几年来大量的民营企业通过买壳的方式进入资本市场,中国资本市场上非国有控股的上市公司已经形成一个广泛的群体,可以考虑在这一群体中率先引入股票期权制度,对国有控股的上市公司而言,也不是不可以引入股票期权激励,但是应当先制定一些防止大股东与经理层勾结的制度安排,以及采取适当的手段防止寻租行为的发生,比如实施股票期权的国有控股企业不应当是内部人担任董事长,以及建立完全由外部董事组成的薪酬委员会,由薪酬委员会来制定股票期权激励计划并报股东大会批准。

但从我国目前具体的制度环境来看,股票期权的实施还面临一些现实的障碍。首先是股票来源的问题,西方国家解决股票来源的方式有两种,即库藏股和增发新股。我国一般是不允许库藏股存在的,《公司法》第一百四十九条明确规定,除非是为减少公司资本而注销股份或者与持有本公司股票的其他公司合并,否则公司不得收购本公司的股票。就增发新股而言,目前中国的审批手续还比较严格,为实施管理层激励制度而增发新股尚无先例,而且即使允许增发新股,也存在一个问题,即对于被授予股票期权的高级管理人员而言,高管人员在行权前是不拥有股票所有权的,如果增发新股用于实施管理层激励制度,那么在高管人员行权前,谁是谁些股票的所有者呢?由于不允许有库藏股,持有者显然不能是上市公司,当然也可以考虑由工会之类的机构来持有,但这终究不是很规范的做法。其次是税收方面的问题。国外对于激励性的股票期权存在一系列的税收优惠,以美国为例,公司赠与高级管理人员股票期权时,公司和个人都不需要纳税,股票期权行权时,不需付税,如果高级管理人员出售股票时距赠与日已有两年,同时距行权日已有一年,则所得按长期资本利得应税,而且应交税金可以从公司所得税税基中扣除。国内目前尚没有针对股票期权的税收处

理规定,这也是影响股票期权制度推广的原因之一。第三是关于股票期权的会计处理问题。股票期权的会计处理是股票期权实际运用中的一个核心问题,其相关的背景是中国尚没有任何关于股票期权会计处理的法律法规,而事实上,股票期权是有成本的,不同的会计处理方式将直接影响公司的财务指标,并通过二级市场的价格影响股票期权的激励效果。

中国上市公司为回避这些制度障碍做了许多有益的探索,理论界探讨较为充分的是武汉中商和泰达股份所实施的长期激励制度,这些方案的共同思路是:管理层的收入由基本工资和风险收入构成,风险收入由上一年度的公司业绩确定,管理层获得风险收入后,其收入的一部分要转化为本公司的股票,在高管人员任职期内,这些股票不可以抛售。这些公司实施的激励制度尽管有时被冠以各种各样的期权名称,其实质都是一种限制性股票,毫无疑问,在实施股票期权计划面临现实障碍的情况下,利用限制性股票来强化对管理人员的激励,较之传统的固定工资制度已经是一个明显的进步。事实上,限制性股票在西方也是一种较为成熟的激励制度,但由于其自身的一些局限性,其应用面不如股票期权广泛。尤其是对成长性良好的高科技公司而言,限制性股票激励制度只能是一个权宜之计。从中国目前的制度环境来看,要实施股票期权制度,需要以一定的制度变迁为前提<sup>①</sup>,以消除引入股票期权制度过程中的现实障碍。

## 2. 管理层持股

目前我国上市公司中管理层所持有的股份,大部分是内部职工持股制度的产物。内部职工持股制度由于一级市场与二级市场巨大的价差,而早已被实践证明只是一种单纯的福利制度,没有起到政策的设计者所预期的作用。因此,我国实际上不存在真正的

---

<sup>①</sup> 余颖,陈琦伟,股票期权激励与中国的制度环境,经济学家,2000(6)。

股权激励制度。

一般而言,经理人员未必会主动从二级市场购入本公司股票,这一点中外皆然,尤其是根据我国《公司法》,高管人员所持有的本公司股票,只有在离任六个月后方可抛出,因此,可以假定,除非是为了表示自己对公司的信心,经理层通常不会买入自己公司的股票,即使要买,也可以通过其直系亲属的账户而没有必要在他本人的账户上买,这样至少可以在抛出时机的选择上保持灵活,因此,在现行的制度框架下,我国经理层的低持股比率是可以预期的,如果不是因为职工持股制度,经理持股比例可能还会比现在低很多。

实证研究表明,我国上市公司管理层持股市值和持股比例都偏低,1999年度管理层平均持股19620股,持股比例仅为0.014%,远远低于5%<sup>①</sup>,这一事实可以部分地解释我国上市公司普遍存在的业绩不佳的现象,同时也表明对我国资本市场而言,经理持股制度远未发挥积极作用。

需要指出的是,西方企业实施限制性股票计划时可以是公司直接将股票赠与或奖励给高管人员,而我国则只能是先授予激励金,再强制性地由高管人员将其转化成股票,造成这一差别的主要原因是我国《公司法》规定上市公司不得持有本公司股票,因而也就不可能由上市公司用本公司股票作为对经理层的薪酬支付手段。严格地讲,授予激励金再强制性转化为高管人员的股票是一种不太规范的做法,但是在目前的制度环境下,这可能也是惟一能操作的做法。因此,从根本的意义上讲,公司治理的改善往往需要以政府的制度供给为前提,比如说,要实施规范意义上的限制性股票制度,就必须修改公司法的有关规定。这也再次证明了政府的制度供给在公司治理结构形成中的作用。

---

<sup>①</sup> 魏刚,高级管理层激励与经营绩效的实证研究,证券市场导刊,2000(3)。

## 第四节 我国证券市场监管的治理机制分析

我国证券市场的制度缺陷使资本市场难以摆脱已往驾轻就熟的传统管理方法,以致计划管理、行政干预仍为调控资本市场的主要杠杆,从而忽视了以法律为基础的市场化监管制度的建设。虽有市场经济发达国家成功的经验可供借鉴,但如何使其“有中国特色”已成为监管制度构建的难点。由此,资本市场监管制度供给不足,导致监管制度短缺,监管效率低下成为转型时期资本市场的重要特点。

### 一、我国证券市场监管机制的形成及缺陷

#### 1. 我国证券市场监管机制的形成及发展

1983年9月,中国人民银行正式行使中央银行职能,证券市场的监管机构开始建立,1992年,全国性专门的证券监管机构(国务院证券委及其所属证监会)成立,实行银、证分业管理。1995年3月18日《中国人民银行法》、1995年5月10日《商业银行法》相继颁布,在法律上确立了银证分业经营、分业管理的模式,为银行业及信贷市场监管提供了法律依据,使中央银行的监管职能得到加强,同时,证券市场监管体系逐步建立,各地也相继成立了地方性证券监管机构。九届全国人大一次会议的机构改革将国务院证券委与中国证监会合并成立中国证券监督管理委员会(中国证监会),作为国务院组成机构负责全国证券业监管,并决定将中国人民银行的证券监管职能移交中国证监会,此举无疑将会推动资本市场全国统一监管体系的形成。并且,证券行业自律性组织也已建立,主要有中国证券业协会和中国国债协会。

回顾我国证券市场的发展历程,其监管几经变革,但基本走向是从地方监管到中央监管,由分散监管向集中统一监管方向发展。演变的进程大致分为三个阶段,如表6—2所示。

表 6—2

我国证券市场监管的演变过程

阶段	第一阶段	第二阶段	第三阶段
时间	1992 年 10 月以前	1992 年 10 月到 1998 年底	1999 年起
特征	以地方监管为主	以中央监管与地方 监管相结合	集中统一的中央 监管

第一阶段,我国证券市场处于初始发展时期。在管理上,除极少数必须由中央进行宏观控制以外,几乎全部由各地政府根据当地具体情况进行管理和发布规定。

第二阶段,从 1992 年 10 月中国证监会和国务院证券委相继成立起到 1998 年年底《证券法》正式颁布,我国证券市场开始从分散的地方管理向集中的中央管理过渡。在这一阶段中,中央监管和地方监管两种方式并存,中央监管的力度从开始时的弱势逐步上升到后来的强势。1992 年 10 月,随着证券市场的发展逐步驶入快车道,证券市场条块分割、法制不健全所带来的问题日益严重,中国人民银行独家监管证券业已不能适应实践的需要,国务院遂成立了由国务院 14 个有关部门、最高人民法院和最高人民检察院的负责人组成的证券管理委员会(简称“证券委”)来统管全国的证券市场,证券委是采取例会办公制,是一个松散的机构。因而在证券委下面设立了中国证券监督管理委员会,作为具体执行机构,负责日常管理活动。证券委由各有关部门的领导组成,这为各部委以及地方政府之间的政策协调提供了一个良好的机制。但是,由于这种监管呈多头管理而缺乏系统性,往往出现政出多门。证券市场仍然经常发生过度投机和剧烈波动的状况,如图 6—1 所示。

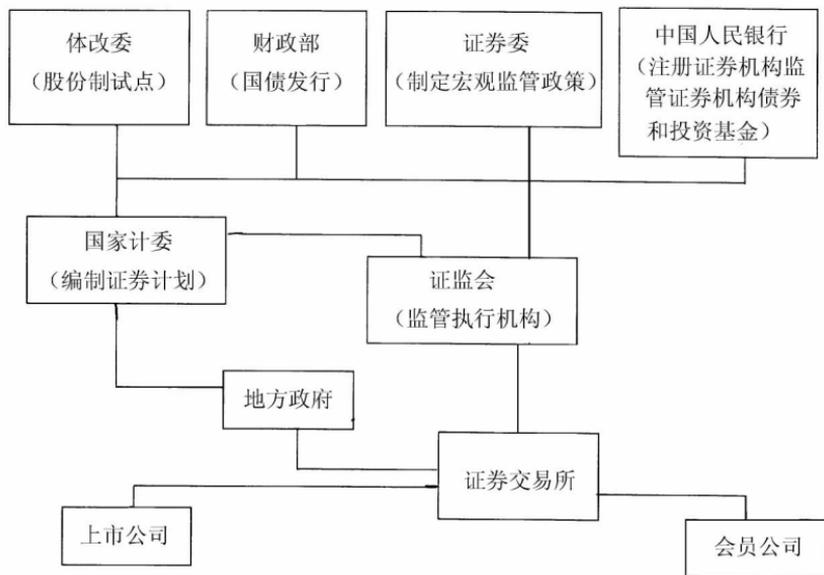


图 6—1 1999 年以前中国证券市场监管模式结构

第三阶段,从证券法颁布以后的 1999 年开始,表明我国证券市场开始在一个完全实现了集中统一监管的模式下运作。但其集中统一监管的开始实施可以追溯到 1997 年 8 月将沪深两地证券交易所收归中国证监会直接管理时起,期间有一个两阶段交叉的延续过程。1998 年,国务院决定撤销国务院证券委员会,其职能并入中国证券监督管理委员会,并决定中国证券监督管理委员会对地方证管部门实行垂直领导,从而形成了集中统一的监管模式。从这个阶段开始,我国证券市场的监管权限集中于中国证监会,地方政府其他部门的直接监管权都移交给中国证监会。可以说,1999 年以后的我国证券市场是在一个全新的监管模式下运行的,如图 6—2 所示。

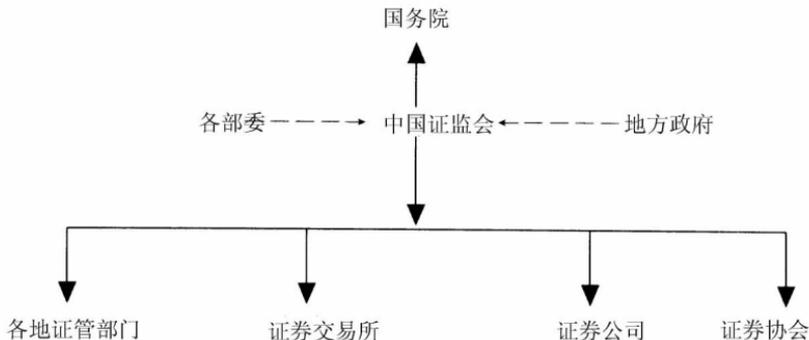


图 6—2 中国证券市场监管模式结构

图中的虚线表示各部委和地方政府只能通过中国证监会对证券市场实行间接管理。

## 2. 证券市场监管机制的缺陷

证券市场的制度缺陷更使资本市场难以摆脱本已驾轻就熟的传统管理方法,以致计划管理、行政干预仍为调控资本市场的主要杠杆,从而忽视了以法律为基础的市场化监管制度的建设,虽有市场经济发达国家的成功经验可供借鉴,但如何使其“有中国特色”已成为监管制度构建的难点。由此,资本市场监管制度供给不足,导致监管制度短缺成为转轨时期资本市场的重要特点。一是统一监管体系没有形成,监管职能被分割;二是法制建设滞后,缺乏市场化监管手段;三是对金融机构监管缺乏制度基础、监管法规不健全,公开市场自律组织监管有名无实,监管效率低下。

(1) 监管体系不完善,监管职能被分割。我国证券市场监管职能分割的状况尚未根本改变。监管权力从横向看仍分布于中国证监会、中国人民银行、财政部、国家发展计划委等机构之间;从纵向上分布于中央与地方之间。多家平行机构分别从不同侧面、各个地方从不同范围对资本市场进行监管,不仅造成利益冲突、经常发生推卸扯皮,而且导致监管力度不平衡、出现监管的盲区,影响

了资本市场的统一性,导致某些领域事实上的无人监管,为投机者留下施行机会主义的余地。

(2) 资本市场法制建设滞后,缺乏市场化监管手段。规范证券市场运作的根本大法《证券法》经几易其稿后,在1998年底终于出台,并于1999年7月1日起正式实施。但在法规建设中缺乏科学规划和系统配套,已出台的法律缺乏相应的实施细则或条例、可操作性不强等因素限制了法律的实施。转型时期,资本市场监管没有配套而完善的法律体系,我国证券市场的监管一直是依据一系列行政性规定包括全国性行政法规和地方性行政法规来进行的。由于缺乏监管的法律手段,政府对证券市场的监管更多地使用行政手段和政策手段。信贷的规模管理和行政干预,股票发行的计划规模及行政分配,债券发行的行政管理,都具有明显的计划色彩。对股市施加的政策影响和人为干预更使股市变成了政策市和消息市,政府成了资本市场上最大的“庄家”。这种计划管理和人为干预只能加剧市场的分割和波动,造成资本市场的混乱。从而增加资本市场的风险,降低市场效率。

(3) 市场监管力度不够、自律监管有名无实。有法不依的现象非常严重,监管是哪里出问题管哪里,缺乏市场化的监管方式。我国资本市场的自律组织虽然已经建立,但并没有形成有效的监管机制。社会监督组织虽已参与上市公司的运行,但由于缺乏权责相对应的法律机制约束,表现为过多地追求盈利而忽视其应有监管职能,行业自律组织缺乏应有的法律地位,权威性不足,缺乏监管手段,并由于竞争激烈,轻易不愿得罪券商和上市公司,这或许就是两大证券交易所都有监管上市和交易的条件,却从未履行监管职责的原因。由于一直禁止场外交易,场外自律也无从谈起。

## 二、发行和上市制度分析

对股票发行人的市场准入规定包括两个层面的内容:一是股票发行采取哪种进入制度;二是发行人条件的规定。

中国股票市场形成于经济转型时期,股票发行制度一开始就带有明显的计划经济痕迹,对许多应该由市场决定的事务进行了法律或行政限制,与西方发达市场经济国家的股票发行制度在内涵上存在很大的差别。我们所讨论的发行制度是指由与股票发行相关的法律、政府法规(包括中央政府法规和地方政府法规)、证券监管部门制定的规章以及证券交易所制定的规章、规定等构成的制度体系。现有的发行制度是在各有关部门在不同时期、不同层面上的各种规定的基础上演变而来的。出于各种原因,许多制度安排具有明显的试验性和阶段性,导致发行制度不断地变化。

在市场化程度较高的国家,其股票发行一般都采取审核制度。具体做法又分为两种,即注册制和核准制。注册制是指发行者在准备公开募集和发行股票时,将依法应公开的各种资料完全、准确地向证券主管机构汇报并申请注册登记,证券主管机构的权力仅在于保证股票发行者提供的各种资料真实、准确。如果发行者未违反上述原则,证券主管机构应予以注册。核准制是指发行者在发行股票之前,不仅要公开真实情况,而且必须合乎《公司法》和《证券法》中规定的若干实质条件,证券主管机构有权否决不合乎实质条件的股票发行申请。注册制遵循的是“公开原则”,核准制遵循的是“实质管理原则”。

至2000年,中国股票发行一直采用行政审批制的发行制度。根据有关规定,申请公开发行股票股份有限公司(包括经批准拟设立的股份有限公司)须向地方政府(省、自治区、直辖市、计划单列市人民政府)或中央企业主管部门上报有关材料,经批准后,再向中国证监会报送材料申请复审(在中国证监会成立以前是由中国人民银行、国家体改委等机构负责复审),经复审同意后,方可发行股票。

我国这种行政审批制度既带有浓厚的计划经济色彩,又引进了许多核准制特点,它虽然在一定程度上适应了当时股票发行市

场的需要,但是毕竟偏离了股市的市场化本质,造成了一系列比较严重的后果,一是发行额度管理的刚性与证券市场的供求特征不相适应,刚性的供给与变化的需求难以趋近市场的均衡。二是发行额度分配的非市场性导致寻租现象的普遍出现。虚假出资、伪造利润、各类腐败现象层出不穷。三是审批制下的额度管理,发行计划成为股票市场的重大“利空”影响因素,人为地导致市场失衡。

1999年7月1日,《中华人民共和国证券法》(简称《证券法》)正式实施。《证券法》明确规定了我国股票发行制度将实行核准制。规定公开发行股票,必须依照公司法规定的条件,报经国务院证券监督管理委员会核准。同时又规定,国务院证券监督管理机构设立发行审核委员会,依法审核股票发行申请,这就以法律的形式对我国股票发行审核制度做出了新的制度安排。中国股票发行审核制度由行政审批制转变为核准制,从根本上变革了我国股票发行市场的体制,对股票发行的准入、市场的运行和信息披露等方面都将产生深远的影响。

1999年9月16日,中国证监会就核准制推出了相应的实施细则,制定并发布了《中国证券监督管理委员会股票发行审核委员会条例》。同时,新一届发行审核委员会成立,这些实质性的创新举措标志着股票发行审核制度的改革取得了进一步突破。其后,为确保核准制的实施,制定并出台了一系列配套法规和措施。

中国股票发行改革的目标是大力推进发行机制的市场化,确立市场机制对配置资本市场资源的基础性地位。股票发行核准制的确立和推行,促进了发行制度改革目标的实现。根据股票发行市场的市场化改革取向,由行政审批制转变为核准制,并在时机成熟时由核准制过渡到注册制,这是中国股票发行审核制度的变革方向。

为了提高上市公司质量,改变企业重筹资轻改制的状况,中国证监会(1998年8月)做出了“先改制运行,后发行上市”的规定。

该通知对申请发行股票企业的适用在范围、操作程序、改制要求、验收标准、法律标准和资产重组要求都作了详细的强制性规定。实质上这是在《公司法》和《股票发行与交易管理暂行条例》的基础上的一次规则创新。

1998年,为了支持纺织和钢铁行业的发展,批准这些行业的上市公司“增发新股”。其后,增发新股的适用范围由纺织和钢铁等传统产业扩展到高科技产业,增发新股作为扶贫脱困和结构调整的综合政策已逐步过渡到一种新的规则安排。

配股发行是增资发行的一种方式,是指上市公司在获得有关部门批准后,向其现有股东提出建议,按其所持有的数量以一定比例认购配售股份的行为。从我国证券市场发展的实践来看,配股是上市公司惟一的再融资手段。它具有发行效率高、操作简单、成本低、重视老股东利益等特点。为了加强证券市场管理,规范上市公司的股票发行行为,保护投资者利益,促进证券市场健康发展,1996年1月,中国证监会发布通知,对上市公司向股东配售发行股票作了较为明确且严格的规定。1999年3月,中国证监会根据宏观经济形势及上市公司实际运行状况,发布了《关于上市公司配股工作有关问题的通知》,对上市公司配股条件作了进一步的修订。

### 三、内幕交易和操纵市场监管制度分析

我国《证券法》第二章第四节“禁止的交易行为”中规定,禁止证券交易内幕信息的知情人员利用内幕信息进行证券交易,并具体规定了内幕知情人员及内幕信息的范围。此外,我国关于禁止内幕交易的法规还有1993年4月22日国务院发布的《股票发行与交易管理暂行条例》(简称“股票条例”)和1993年8月15日国务院证券委发布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》(简称“禁止欺诈办法”)。股票条例规定了内幕人员及内幕信息的定义,规定了上市公司董事、监事及高级管理人员的持股报告义务,规定了公司董

事、监事、高级管理人员以及持股 5% 以上的股东进行短线交易的收益归公司所有,以及对内幕交易人的处罚。禁止欺诈办法则明确将内幕交易列为证券欺诈行为,规定“禁止任何单位或个人以获取利益或减少损失为目的,利用内幕信息进行证券发行和交易活动”,进一步明确了内幕人员、内幕信息、内幕交易行为的范围,并规定了对内幕交易的行政处罚。为进一步打击内幕交易违法活动,我国新修订的刑法增加了对内幕交易犯罪的刑事处罚的规定。

由于我国证券市场的制度缺陷,内幕交易、操纵市场行为盛行,虽有上述法律规范,但在打击内幕交易、操纵市场行为时显得力不从心。

#### 四、退市制度分析

我国现行上市公司退出机制是由《公司法》和《证券法》有关暂停及终止上市的条款及据此形成的 ST、PT 制度来规定的。我国《证券法》第四十九条规定,上市公司丧失公司法规定的上市条件的,其股票依法暂停上市或者终止上市。《公司法》第一百五十七条规定,上市公司有下列情形之一的,由国务院证券管理部门决定暂停其股票上市。

(1) 公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件。

(2) 公司不按规定公开其财务状况,或者对财务会计报告作虚假记载。

(3) 公司有重大违法行为。

(4) 公司最近三年连续亏损。

第一百五十八条规定:上市公司有前条第(2)项、第(3)项所列情形之一经查实后果严重的,或者有前条第(1)项、第(4)项所列情形之一,在限期内未能消除,不具备上市条件的,由国务院证券管理部门决定终止其股票上市。公司决议解散、被行政主管部门依法责令关闭或者被宣告破产的,由国务院证券管理部门决定终止其股票上市。

考虑到我国投资者中中小散户多,投资理念不成熟,为了保护中小投资者和中小股东的权益,对《公司法》中规定的应该摘牌的企业宜采取灵活处理的方式,即在警告的同时,给予改善经营业绩的机会,也给投资者一个宽限期,缓冲即时摘牌带来的社会冲击,即实行ST和PT制度。

ST(Special Treatment)是指对上市公司的股票交易进行特别处理,在股票名称前冠以ST的字样。1998年4月22日,沪深证券交易所对财务状况或其他状况异常,导致投资者难于判断公司前景,权益可能受到损害的上市公司的股票交易实行特别处理(ST),规定股票报价的日涨跌幅限制为5%。并规定出现下列情形之一的,为财务状况异常:(1)最近两个会计年度的审计结果显示的净利润为负值;(2)最近一个会计年度的审计结果显示其每股净资产低于股票面值;(3)最近一个会计年度的财务报告被注册会计师出具无法表示意见或否定意见的审计报告;(4)最近一个会计年度经审计的股东权益扣除注册会计师、有关部门不予确认的部分低于注册资本;(5)最近一份经审计的财务报告对上年度利润进行调整,导致连续两个会计年度亏损;(6)经本所或中国证监会认定为财务状况异常的[其中(3)、(4)、(5)、(6)为2000年修订时增加的内容]。还对上市公司出现其他异常情况,需对其股票交易实行特别处理的进行了规定。

PT(Particular Transfer)是指证券交易所按《公司法》第一百五十八条规定而执行暂停公司股票上市,在股票暂停上市期间为投资者提供“特别转让服务”。“特别转让服务”是指在公司股票简称前冠以“PT”字样,投资者在每周星期五(法定节假日除外)开市时间内申报转让委托,申报价格不得超过上一次转让价格上下5%(上一次转让价格显示在行情系统中的昨日收盘价栏目中);每周五收市后对有效申报按集合竞价方法进行撮合成交,并向交易所会员发出成交回报,转让信息不在交易行情中显示,由指定报

刊设专门栏目在次日公告 ;公司股票不计入指数计算 ,成交数据不计入市场统计。1999 年 7 月 9 日上海证券交易所和深圳证券交易所开始实行特别转让(PT) ,2000 年 6 月 23 日两交易所同时取消所有 PT 股票特别转让价格 5% 的单日跌幅限制 ,即投资者对 PT 股票的申报价格将不设下限 ,转让价格也没有跌停板限制 ,但 5% 的涨幅限制将继续保留。目前我国的现状是 ,上市公司被 PT 以后 ,其流通股一周交易一次 ,仍有涨跌停板限制 ,并且是竞价交易 ,即只能在交易日下午三点闭市后方可知道交易价格、数量及是否成交。

实行 ST 和 PT 制度 ,从效果来看 ,虽然管理层有良好的初衷和善良的愿望 ,却导致了以下消极后果 :

(1) 不符合市场经济优胜劣汰的基本原则 ,原本应依法退出市场的股票仍然可以交易。达不到奖优罚劣的目的 ,造成上市公司整体素质低下 ,降低了资源配置效率。

(2) 对于那些连年亏损的上市公司是一种纵容 ,既有损于政策的权威性和法规的严肃性 ,又对其不能产生很大的经营压力 ,难以形成有效的约束和激励机制。

(3) 从该制度实施后的二级市场来看 ,一段时期里 PT 股票受到了市场的大力追捧 ,表现出了更强的投机性。由于上市资格是一种稀缺资源 ,当一些上市公司业绩不佳或者亏损时 ,上市公司就当然地演变为“壳”资源 ,投资者期待着绩差公司通过重组后能“起死回生” ,对亏损个股几乎是逢“亏”必炒 ,一些绩差公司的股价甚至超过了绩优公司的股价。PT 公司是亏损最严重的公司 ,依照原来的思路 ,PT 公司必然是最有可能实施资产重组的公司 ,结果却是 PT 板块股价大起大落 ,变成了一个十足的投机品种。

另外 ,从 PT 制度关于下市的条件本身来看 ,公司最近三年连续亏损及公司股本总额、股权分布等发生变化而不具备上市条件 ,“在限期内未能消除”规定中对“限期”没有一个明确说法 ;公司不

按规定公开其财务状况,或者对财务会计报告作虚假记载,或公司有重大违法行为,经查实后果严重的条件中,对后果严重到什么程度只是一种主观判断,但作出这一判断的主体是谁,没有明确;而公司决议解散及公司被行政主管部门依法责令关闭在目前看来出现的可能性不大;公司被宣告破产,也就是近来呼声最高的破产下市,一直被认为是终止股票上市的最直接的办法,但也因某些重要环节对上市公司破产这一问题的认识存在局限性,而难以举步。

因此,我们认为有必要对这种企业执行更严厉的处理标准,ST和PT只能是一种过渡性的制度安排,并没有最终实现绩差公司的市场退出,未能完全达到优胜劣汰的目的。优胜劣汰是市场经济制度的基本法则,对于积重难返的公司应该坚决摒弃,一些事实上已经破产、无力起死回生的公司,也应该坚决进行破产、清算,否则劣者不淘汰、优者胜不出,证券市场的优化资源配置功能就无法有效地发挥。经过证券市场这么多年的发展,投资者的风险意识正在逐步加强,市场对投资风险的承受能力已有了明显提高。上市公司退出机制的建立虽然会在短期内给市场带来一定的冲击,也会让一部分投资者遭受损失,但是短痛总胜过长痛。证券市场运行机理之一,就是不断吸纳优质公司上市,同时又不断淘汰劣质公司下市。通过吐故纳新的动态调整过程,为证券市场注入新的生机和活力,促使资源从低效率的劣质公司流向高效率的优质公司,促进资源的合理有效配置,以提高资源配置效率。

## 五、强制信息披露制度分析

### 1. 现状分析

(1) 信息披露要求。中国政府和有关部门借鉴西方国家的经验,总结中国股市发展初期正反两个方面的经验教训,已制定出有关法规,对上市公司及所有公众公司的信息披露作了如下一些规定:

所有在中华人民共和国境内公开发行股票的公司招股说明

书均须在证监会登记注册。凡在证监会登记注册公开发行股票的公司必须按照要求披露信息。必须公开披露的信息包括:招股说明书、上市公告书;定期报告,包括年度报告和中期报告;临时报告,包括重大事件公告和收购与合并公告等。上市公司应当将公布的信息刊登在证监会指定的全国性报刊上;同时,可以在证券交易所指定的地方报刊上公布有关信息。上市公司除应当向证监会、证券交易场所提交规定的报告、公告、信息及文件外,还应当按其规定提交有关报告、公告、信息及文件,并向所有股东公开。

(2) 会计标准。有关上市公司信息披露的会计标准主要是《股份有限公司会计标准》及其他一系列会计标准,涉及关联方关系和交易、现金流量表、债务重组、收入、投资、建筑合同、会计政策改变及非货币交易等。1998年以来,受东南亚金融危机和国内经营环境变化的影响,国内许多公司经营困难,被迫进行大规模资产重组,适应这种需要,财政部颁布有关条例对资产重组进行了规范。

(3) 外部审计。在目前监管框架下,审计标准由中国注册会计师协会起草,财政部颁布。为提高外部审计质量,保证审计的独立性,有关部门采取了许多措施:从事证券业审计的必须有证券期货业从业资格;改组会计师事务所,使其与政府主管部门脱钩;定期对会计师事务所进行审查;外部审计有权获得充分信息,包括获得公司财务报表,要求董事和管理层提供相关信息和作出解释,参加股东大会获取相关信息,等等;在担任一家股份发行公司独立审计之日起的6个月之内,不得交易该公司股票;从担任一家公司定期报告外部审计之日的5天内,不得交易该公司股票;独立审计的聘请、解聘及报酬必须由股东大会决定,并向公众披露;独立审计若对解聘有异议,还可向中国证监会和中国注册会计师协会上诉。

(4) 董事会、监事会在信息披露中的作用。上市公司必须指定专人负责信息披露。董事会必须保证公开披露文件内容没有虚

假、严重误导性陈述或重大遗漏,并就其保证承担连带责任。

在实践中,向公众披露信息的工作由董事会秘书负责;至于公司内部对信息披露的监督,与西方国家不同的是,由监事会而不是审计委员会负责。此外,为强化公司内部对信息披露的监督,上市公司还需制定内部审计政策。根据这项政策,公司应聘请专业人士,他们负责监督公司财务,内部审计由董事会任命,并向董事会报告。

## 2. 存在的问题

目前,我国已初步形成了一套信息公开制度。但是,现有的信息公开制度在市场的实际运行中还存在着一些问题,特别是制度的贯彻执行在以下几个方面还存在着较为突出的问题:

(1) 财务报表信息披露质量不高。与证券市场相适应的会计规范体系尚未形成,对有些信息披露的规定不够严格、可操作性差,因而影响财务报表质量;一些发行上市公司利用会计准则上的漏洞进行“包装”,报表语言表达含糊,人为夸大盈利预测数据,造成报表信息的不准确;投资者更关心公司的未来信息,而现有的财务报表侧重于历史信息,难以满足投资者的信息需求。

(2) 会计师事务所等中介机构执业中存在问题。报表审计的买方市场及过度竞争,使许多会计师事务所过分迁就要求报表审计的发行上市公司,甚至与上市公司勾结串通,对报表问题视而不见,或协同编造虚假陈述。注册会计师队伍本身素质不高,法制观念和职业道德观念不强,也是出现问题的重要原因。

(3) 信息披露不及时,滞后于生产经营的连续动态过程,往往导致内幕交易。

(4) 内幕信息控制不力,信息披露监管不严,未建立合理的赔偿机制,对中小投资者利益保护不力。

随着核准制的推广实施,发行机制日益市场化,证券监管机构的职能将会发生巨大的转变。监管机构不再介入应由中介机构、

投资者和发行人承担的具体事务,其主要职能转向制定标准和规则,促进法规和政策体系的完善,并以此维护一个公平、透明、高效、有序的市场。在信息公开制度方面,监管机构将加大建设力度,实行强制性信息披露和合规性审查,硬化对发行责任的法律约束,加大对欺诈、内幕交易和重大隐瞒等违法行为的惩罚力度。推行股票发行核准制的重要基础是中介机构尽职尽责。证券公司、律师和会计师等中介机构自律性约束应得到加强,对中介机构的监管考核也应更加严格。总体而言,核准制推广实施后,我国股票市场的信息公开制度将更趋完善、更加有效。

## 第七章 我国证券市场与公司治理的变革

2000~2002年,我国市场经济体制改革向纵深发展,2001年我国加入WTO,市场进一步开放,金融、证券、保险等领域加快了改革开放的步伐,政府主导的强制性制度变迁和其他次级行动团体自发的诱致性制度变迁正在不断地演变,市场机制的作用进一步得到发挥,市场化程度日益提高。

我国国民经济持续快速发展和居民储蓄投资能力大幅度提高,为中国证券市场发展创造了极为有利的条件。与此同时,随着我国市场经济体制的建立、市场经济的发展和对外进一步开放,植根于计划经济体制建立起来的我国证券市场在实践中暴露出众多问题。例如,上市公司国有股或法人股“一股独大”、国有股和法人股不能流通的问题、绝对控股股东与上市公司关联交易的监管问题、上市公司信息披露问题、内幕交易问题等。这些问题的长期存在和日益突出严重地影响了我国证券市场的规范、健康发展。对公司治理产生很大的影响,因此,我国证券市场的改革势在必行,需要制度创新和制度变迁。为了顺应我国证券市场改革的需要,2000~2002年,中国证监会等部门出台了一系列证券市场改革的措施,如发行制度改革、股票发行市场定价、上市公司增发、上市公司治理、补充审计制度、信息披露制度改革、上市公司并购重组、退市制度。为了客观评价和探讨这三年证券市场制度创新和制度变迁的效果,为我国证券市场的下一步改革与发展提供经验教训,有必要对我国证券市场这三年的制度创新、变迁和改革进行全面的回顾和总结。

## 第一节 我国证券市场与公司治理的改革措施

2000年至2002年是我国证券市场改革措施出台最多、力度最大的时期,也是制度创新和制度变迁最为频繁的时期。

### 一、上市公司治理及补充审计制度

2001年8月,中国证监会发布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,2002年1月7日,中国证监会、国家经贸委正式颁布了《上市公司治理准则》,2002年4月26日,中国证监会与国家经贸委联合发布了《关于开展上市公司建立现代企业制度检查的通知》。

2000年11月至2002年2月,中国证监会先后制定了《公开发行证券的公司信息披露编报规则》第1号至第8号、第11号、第15号、第16号。2001年12月30日,中国证监会发布了《公开发行证券的公司信息披露编报规则第16号——A股公司实行补充审计的暂行规定》。2002年2月28日,中国证监会发布了《关于2002年A股公司进行补充审计试点有关问题的通知》。

#### 1. 上市公司治理

自1997年东南亚金融危机以来,公司治理已成为全球性的热门话题。东南亚金融危机之所以发生,除了这些国家金融体系固有的弊端之外,公司治理结构方面的缺陷是导致危机发生并迅速蔓延的重要诱因。因此,当前世界各国以及国际机构都对公司治理问题非常重视,制定了一系列的公司治理原则和标准。尽管各个不同区域和国家在法律体系、文化背景及公司传统上存在着较大差异,但保护投资者利益是所有公司治理原则的基本出发点。

我国加入WTO后,国际经济全球化、一体化浪潮开始波及并逐渐覆盖中国的资本市场。中国资本市场对外国资本有着强大的吸引力,但这种吸引力能否转化为实际的投资却依赖于上市公

司的质量。公司治理状况已经成为投资者评价上市公司质量的重要指标。

由于历史原因,我国现有上市公司中的大部分是由原国有企业或其他政府控制的实体重组改制而成。在改制过程中,有些公司能够遵守证券市场的规则,但也有不少改制只停留在表面而非实质。在许多上市公司中,国家拥有高比例的股权,依然是最大的控股股东。国家虽然是我国上市公司最大的持股人,但国家的利益却并没有完全得到体现。大多数上市公司被管理层所控制,在公司治理机制不健全的情况下,管理层自利性的机会主义常常损害股东的利益。此外,上市公司和母公司之间的资产、管理和经营的分离往往不明晰。上市公司与母公司或控股股东之间非公允关联交易经常发生,严重地侵犯了上市公司中小股东的利益。

(1) 改革初衷。公司治理改革的基本目标有两个:一是保护股东权益。通过建立科学的治理结构和有效的治理机制以减少经理人员的机会主义行为,降低代理成本,提高公司价值。二是促进资本市场的发展。良好的公司治理是资本市场的基石,是公司进入资本市场融资的关键之所在。完善上市公司治理,是提升上市公司质量、确保国内外投资者对资本市场的信心、规范资本市场发展的必由之路。独立董事被看作是站在客观公正立场上保护公司利益的重要角色。证券监管部门将独立董事引入上市公司治理结构是希望他们在三个方面发挥作用:一是监督经理人员,防止其自利性的机会主义行为损害股东利益;二是制衡恣意妄为的大股东,防止其滥用资本多数决策原则损害其他股东的利益;三是参与公司重大战略性决策,为董事会或经理人员提供决策咨询和参考。引入独立董事制度有利于改善上市公司治理结构,提高上市公司质量;有利于加强公司的专业化运作,提高董事会决策的科学性;有利于强化董事会的制约机制,保护中小投资者的权益;有利于增加公司信息披露的透明度,督促上市公司规范运作。

(2) 内容措施。制定了上市公司治理的原则与标准。为了推动上市公司建立和完善现代企业制度,规范上市公司运作,促进我国证券市场的健康发展,根据《公司法》、《证券法》及其他相关法律、法规确定的基本原则,并参照国外公司治理实践中普遍认同的标准,中国证监会、国家经贸委于2002年1月7日正式颁布了《上市公司治理准则》,它标志着中国的上市公司治理进入了规范化、制度化的新阶段。《上市公司治理准则》制定了我国上市公司治理的基本原则和标准,内容涉及:董事会的合规行为、上市公司与其控股股东的关系、上市公司认股权和其他激励措施的推出、审计委员会和薪酬制度的建立,以及要求上市公司建立独立董事制度等。

在上市公司中建立了独立董事制度。为进一步完善上市公司治理结构,促进上市公司规范运作,中国证监会于2001年8月发布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,对独立董事制度进行了全面系统的描述,并提供了具有操作性的实施意见。它标志着独立董事在公司治理中的作用得到充分肯定,独立董事制度被正式引入,上市公司治理改革进入了新阶段。

开展上市公司建立现代企业制度检查。2002年4月26日,中国证监会与国家经贸委联合发布《关于开展上市公司建立现代企业制度检查的通知》。检查工作在上司公司及其控股股东积极配合下,取得了较好的成效。检查发现少数控股股东经营状况较差,在保持上市公司的独立性、规范行使股东权利、关联交易的公平性等方面存在不少问题,尤其是违规占用上市公司资金问题突出。通过检查也树立了一些治理完善、运作规范的上市公司典型,以起到带头和示范作用。

## 2. 补充审计制度

由于我国会计规范体系中并未对财务报告的列报制定具体会计准则,亦未对诸如商业银行、保险公司、证券公司和从事房地产开发业务的公司的财务报表附注作出明确的、可操作的规定,上市

公司及拟上市公司在编制财务报告时各行其是,严重影响了会计信息的可比性,不利于保护投资者的利益,对其财务报告的列报作出规范就显得尤其迫切。

2000年,我国《金融企业会计制度》尚未出台,原有制度与国际通行的会计准则和信息披露要求相去甚远,我国金融企业普遍存在着不良资产比例较大、国有独资商业银行资本充足率较低、潜伏着一定的金融风险的问题。随着越来越多的金融类公司发行上市,出于防范市场风险、保护投资者利益考虑,管理层认为对其根据国际通行的会计和信息披露准则编制的财务报告进行补充审计很有必要。

由于部分上市公司法人治理结构不健全,利润操纵盛行,而审计市场的无序竞争,也使注册会计师审计的独立性受到了严重影响,“银广夏”、“黎明服装”、“东方电子”等一系列财务丑闻接踵而至,严重动摇了投资者对上市公司和整个证券市场的信心。虚假财务信息泛滥已经成为证券市场持续低迷的一个重要原因。会计审计制度国际化的呼声再度高涨。

(1) 改革初衷。规范公开发行证券的公司财务报告和特殊行业公司财务报表附注的编制及其信息披露,保护投资者的合法权益。提高金融类拟发行上市公司及上市公司会计信息质量,避免利润超分配,防范市场风险。通过实施更严格、更有效的审计,改进和提高上市公司财务信息的质量和真实性,增强投资者对上市公司及注册会计师审计的信心。顺应会计准则国际化的趋势,进一步推动上市公司会计准则国际化和加强对上市公司审计监督。

(2) 内容措施。2000年11月至2001年2月,中国证监会分别制定了《公开发行证券公司信息披露编报规则》第2号、第4号、第6号、第11号,规范了公开发行证券商业银行、保险公司、证券公司和从事房地产开发业务的公司财务报表附注的编制和信息披露行为。同时,中国证监会发布了《公开发行证券公司信息披露编

报规则》第 1 号、第 3 号、第 5 号、第 7 号、第 8 号,规定金融类拟发行上市公司及上市公司在编制招股说明书、年度报告时,除应聘请境内会计师事务所审计外,还应聘请获特别许可的境外会计师事务所,按国际审计准则,对其根据国际通行的会计和信息披露准则编制的财务报告进行补充审计。在有关行业公司信息披露编报规则实施的基础上,中国证监会于 2001 年 12 月 30 日发布了《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》。该编报规则分总则、财务报表、财务报表附注、补充资料和附则五章,详细规范了公开发行证券公司财务报告的编制和披露。同时,中国证监会发布《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 16 号——A 股公司实行补充审计的暂行规定》,规定拟首次公开发行股票并上市的公司、上市后拟在证券市场再筹资的上市公司申报材料中最近一个完整会计年度及一期财务报告应同时聘请国际会计师进行补充审计。

## 二、发行和上市制度改革

发行定价制度改革的内容主要有发行制度改革、市场定价、上市公司新股增发、股票发行引进战略投资者、新股市值配售等五个方面。1999 年 7 月 1 日实施的《证券法》规定,我国股票发行实行核准制。此后的一年多时间里,证券监管机构先后制定发布了一系列规章制度,构建和完善核准发行的制度框架。2001 年 4 月 1 日,核准制正式实施。

在此之前,我国股票发行采用审批制。审批制带有明显的计划经济痕迹,虽在实践中不断进行完善,但仍带有较强的行政色彩。随着我国市场经济体制的确立和逐步完善,审批制越来越难以适应证券市场发展的需要,负面影响日益突出,如政企不分、效率低下、破坏市场经济规律、市场供求矛盾突出、容易滋生腐败等,改革发行制度的呼声日益高涨。

## 1. 改革初衷

大力推进发行机制的市场化,确立市场机制对配置资本市场资源的基础性地位,建立适应我国社会主义市场经济需要的证券发行制度。

## 2. 内容措施

为保证核准制顺利实施,2000年以来,中国证监会推出了一系列改革举措。其中,主要的改革措施如下:取消二级审批和上市额度。在核准制下,企业能否上市不再取决于能否从地方政府或中央主管部委拿到上市指标,而是取决于企业本身的质量,企业发行股票的额度,不再由地方政府或中央主管部委决定,而是由企业根据资本运营的需要进行选择。

明确审核责任,完善审核程序。为规范发审委运作,中国证监会于1999年9月16日发布《中国证券监督管理委员会股票发行审核委员会条例》,对发审委的职责、人员组成等进行了明确规定,从制度上保证了发审委的独立审核功能。2000年3月16日发布的《中国证监会股票发行核准程序》对股票发行核准的程序做出了明确规定,使发行核准制度具体化,提高了发行审核程序的透明度。

建立股票发行主承销商推荐制度。在核准制下,原来由地方政府履行的控制上市公司质量的职责转移到证券公司。为确保证券公司有效履行这一职责,证监会推出了两项重要制度,即上市辅导制度和通道制度,以提高发行人资格要求。

## 三、上市公司并购重组

从国际环境来看,并购重组已日益成为一种新的经济发展与结构调整的力量,由此产生的全球第五次企业购并浪潮方兴未艾,并已经影响到我国。从国内环境来看,规模庞大的国有资产要进行战略性调整,产业结构要升级和调整,政府要鼓励更多的外资和民营资本进入到上市公司中,上市公司的治理结构要进一步完善,

上市公司需要进一步发展,而这些战略目标都可以通过有效率的并购重组来实现。因此,这一历史时期的特色决定了并购重组在我国有着重大的意义和价值。健全完善的法规是并购重组有效率的重要保障,有些并购活动,如外资并购、管理层收购,因无法可依难以实施,有些并购活动,如报表重组、虚假并购,严重损害了投资者利益。因此,迫切需要有系统的、可操作的并购重组法规来指导和规范实践。

### 1. 改革初衷

制定详细的操作规范以填补并购法规的空白,特别要对外资并购、民营资本并购、管理层收购的操作程序进行详细规范。鼓励积极的并购行为出现,以期能够通过并购重组培养新的增长点,优化产业结构,提升上市公司的竞争力,完善上市公司治理结构。规范现有的并购活动,如规范透明度低的并购重组,限制以“保壳”为目的的报表重组,打击与内幕交易、市场操纵相结合的虚假并购重组,以防止国有资产流失,保护中小投资者利益,维护证券市场的健康发展。

### 2. 内容措施

2000~2001年,中国证监会先后颁布了《关于规范上市公司重大购买或出售资产行为的通知》(2000年6月26日)、《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》(2001年12月10日),对“上市公司重大购买、出售、置换资产的行为”的程序、信息披露要求、条件等进行了详细的规定。

2002年9月28日,中国证监会颁布了《上市公司收购管理办法》,对上市公司的收购方式、收购规则、义务及豁免、监管措施及法律责任、持股变动信息披露等做出了全面细致的规定,确定了上市公司收购的基本制度。该办法对要约收购、协议收购和证券交易所的集中竞价交易这三种并购行为的规则进行了明确规定,强调了上市公司控制权变化过程中的充分信息披露原则,确立了控

股 30% 后的要约收购制度以保护中小股东的利益 ;同时结合目前控制权市场变化的特点 ,根据收购人申请可以做出相关豁免决定 ,以降低收购成本 ,提高收购效率 ,进一步增强证券市场优化配置资源的功能。同日颁布的《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》则对上市公司并购重组中的信息披露问题做了更为详尽、严格的规定。投资者依照这一法规解决其持股达到规定比例时的信息披露和股份合并计算问题 ,实现证券交易的信息公开。通过对股份持有人、股份控制人、一致行动人的界定 ,规定了信息披露的主体、时点、内容和格式 ,强化了持有、控制上市公司大额股份的股东的信息披露义务。2002 年 11 月 1 日 ,中国证监会、财政部、国家经贸委联合发布了《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》,对收购主体为外商的上市公司并购活动进行了规范。

#### 四、退市制度改革

对于一个规范化的证券市场来说 ,建立退出机制是上市公司优胜劣汰的必然要求。随着市场规模的逐步扩大 ,亏损的上市公司的数量也在增加 ,有些上市公司已经连续 3 年甚至 5 年亏损。对于这些亏损公司 ,尽管证券监管部门采取各种方式进行风险警示 ,市场上仍然屡屡出现借重组、扭亏等概念为幌子的恶意炒作现象 ,绩优股的价值反而得不到体现。这种状况不仅加大了市场风险 ,而且扭曲了投资理念 ,不利于证券市场发挥优化资源配置的功能 ,不利于证券市场的规范发展。因此 ,必须尽快建立和完善退市机制 ,让连续亏损的上市公司退出证券市场。只有真正建立起上市公司能上能下的机制 ,才能促使上市公司持续提高经营业绩 ,推动我国证券市场的规范发展。

##### 1. 改革初衷

从理论上讲 ,股票的价值在于公司未来现金流量的贴现值 ,如果预计公司未来没有现金流入 ,则股票就失去价值 ,应予以摘

牌,这在成熟的资本市场上已成为一种惯例。因此,退市机制在我国证券市场上确立起来是必然的选择。有进有退是维护市场良性运行的必要条件,否则证券市场资源配置的功能就难以充分发挥,市场的投资理念也很难真正形成。建立上市公司退出机制是各国(地区)证券市场的普遍做法,其目的是保持证券市场的总体质量,把不合格的上市公司淘汰出局。但考虑到上市公司终止上市后,如果没有破产或者解散,仍然属于股份有限公司,而根据《公司法》的规定,“股东持有的股份可以依法转让”;“股东转让其股份,必须在依法设立的证券交易场所进行”。同时为了有效地化解终止上市的风险,也必须在上市公司终止上市后,为股东提供一个继续交易的场所。基于如上的考虑,中国证监会发布了《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》,确立了有关退市制度的法律规范;中国证券业协会也于2001年6月12日发布了《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》,解决了终止上市后公司的股份转让问题。

## 2. 内容措施

《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》(简称《办法》)明确规定,上市公司出现连续3年亏损,交易所可以自其公布第三个年度报告之日起,对其实施停牌,做出是否暂停上市决定。公司暂停上市后45日内允许其申请为期一年的宽限期,在宽限期内第一个会计年度盈利的,公司在公布年报后将被允许提出恢复上市申请。该公司如没有提出宽限期申请,或申请未获批准,抑或宽限期内未公布年报和恢复上市申请未获批准的,将被终止上市。在该《办法》实施前已经暂停上市的公司则被排除在外,其股票恢复上市、终止上市的具体办法,将由中国证监会另行规定。同时,该《办法》规定,暂停上市由中国证监会依法授权证券交易所决定,暂停上市公司申请恢复上市,由中国证监会发审委审核,中国证监会核准,暂停上市公司终止上市,由中国证监会决定。中国证监会

2001年11月30日对该《办法》进行了修订,修订后的《办法》有如下变化:一是取消了原来进行PT处理的规定,公司股票简称仍按暂停上市前处理;二是暂停上市公司无需申请宽限期,统一为根据半年度报告来进行恢复上市或终止上市的处理;三是公司暂停上市后,在暂停上市期内不再为其股票提供特别转让服务;四是改由证券交易所依法决定上市公司股票的暂停、恢复或者终止上市;五是对终止上市进行了更细致明确的规定,细化了操作规定,分为如下情形:(1)未在法定期限内披露,披露暂停上市后第一个半年度报告的,在法定披露期限结束后10个工作日内做出公司股票终止上市的决定;(2)在法定期限内披露了暂停上市后第一个半年度报告,但未在披露后5个工作日内提出恢复上市申请,或恢复上市申请未被受理的,在披露后15个工作日内做出公司股票终止上市的决定;(3)证券交易所受理公司恢复上市申请后,经审核认为不符合恢复上市条件的,应在受理后30个工作日内做出终止上市的决定;(4)公司股票恢复上市后,未在法定期限内披露恢复上市后的第一个年度报告,在法定披露期限结束后10个工作日内做出公司股票终止上市的决定;(5)公司股票恢复上市后在法定期限内披露了恢复上市后的第一个年度报告的,但公司出现亏损的,在其披露年度报告后30个工作日内做出公司股票终止上市的决定。六是明确规定股票终止上市后依照有关规定与中国证券业协会批准的证券公司签订协议,委托证券公司办理股份转让。

## 五、信息披露制度改革

证券市场在我国成立的时间较短,尚处于发展初期,虽然我国高度重视信息披露制度的建设,并在实践中取得了较大的成绩,但应该看到,在有关信息披露制度的制定和执行方面仍存在许多问题,例如,缺乏明细、便于操作和公平执行的具体规范;透明度不高,存在部分规范已不执行但未能出台新的规范替代,或在实践中已有新的做法却未向社会公布的现象;口头意见代法现象较为严

重,存在一定“法随意”、“法随人变”的行为;“部门立法”、“部门分割”,有关规定相互交叉、缺乏照应或存在遗漏和相互抵触,制度的制定与执行未做到适当分离,存在根据需要立法或执行的现象,随意性较大;立法形式不够规范,体例尚未完全统一,使用起来不够方便;信息披露手段单一,尚未充分运用现代高科技手段等。上述问题的存在,使信息披露制度不能较好地满足市场各方特别是投资者对证券信息的需求,在一定程度上影响了证券市场的健康发展,亟须改革。

### 1. 改革初衷

从中国证券市场的实际出发,并借鉴海外成熟经验,在对整个证券市场信息披露制度体系进行全面深入检讨的基础上,提出改革发展措施,从而建立统一、完善、可操作性强的信息披露体系。在加强信息披露的基础上完善对证券市场的监管,促进信息披露的规范化,不断提高信息披露质量与水平,以保护投资者的利益,为证券市场的长期健康发展创造良好条件。

### 2. 内容措施

(1) 完善信息披露规范体系。首先是适应市场发展、监管及保障投资者利益的需要,逐步增加了许多新的信息披露规范,对上市公司及相关信息披露义务人的信息披露要求不断提高。其次是适应市场各方面发生的变化,对既有的规范不断进行补充和修订。中国证券市场是一个迅速发展的市场,由于既有的许多规范都是在证券市场成立初期制定的,随着市场各个方面不断发生巨大的变化,其中的一些内容已经过时,需要与时俱进,及时进行补充和修订,以适应于市场发展的需要。从2000年起,中国证监会和沪、深证券交易所多次采取补充、修订上市规则或以发布通知等办法对既有的信息披露规范进行修订。再次,注重信息披露规范的立法,在制定和出台各层次规范时,注重格式和编号等方面的统一,使各层次规范形成系列,以方便使用者。

(2) 增加信息披露内容。随着各项信息披露规范的制定与出台,上市公司及相关信息披露义务人需披露的信息内容逐渐增加。如上市公司持股变动报告书、要约收购报告书、金融类公司境内外审计差异披露等内容都是以往无需披露或披露要求不那么高的。

(3) 加大信息披露频率。从 2001 年起,上市公司在原来需披露年报和中报的基础上,增加了对季度报告的披露要求,从而加大了信息披露的频率。

(4) 改进信息披露手段。从 2000 年起,互网站成为上市公司信息披露的新媒介。1999 年 12 月 8 日,中国证监会发布《关于做好上市公司 1999 年年度报告工作的通知》,通知规定,上市公司在指定报刊刊载年度报告摘要的同时,应将年度报告全文登载于中国证监会指定的网站上。2001 年 4 月 10 日,深圳证券交易所发布《关于上网披露公司章程等事项的通知》,规定深交所上市公司除按证监会要求在其指定网站披露年度报告和定期报告外,还要披露所有临时公告。至此,就深交所上市公司而言,其全部法定披露内容都必须在指定网站上披露。随后中国证监会于 2001 年 1 月发布规定,所有首发和增发的公司都必须通过互联网进行路演。

(5) 加强信息披露监管。主要体现在两个方面:一是不断完善监管程序。突出表现在,从 2000 年开始,我国逐渐对上市公司实行信息披露事后审查制度,事后审查的范围从原来的定期报告扩展到部分公司的临时报告。这一监管程序的改进,对于提高上市公司信息披露的及时性,强化上市公司在信息披露过程中的责任,起到了重要的推进作用。二是不断加大执法力度。突出地表现在对违规行为的处罚上。从 2000 年起,中国证监会和沪、深交所对上市公司信息披露的违规行为的处罚力度逐渐增大,处罚上市公司的数量及次数比以往都有大幅提高。

## 第二节 改革效果及评价

经过以上证券市场公司治理机制的变革,经过市场各方的多年努力,我国的证券市场公司治理机制日趋完善,各司其职、有效制衡的内部机制正逐渐形成,此外,以保护投资者利益、促进资本市场发展为目标的公司治理改革取得了初步效果。

### 一、上市公司治理及补充审计制度改革效果及评价

经过多年的努力,我国上市公司法人治理结构日趋完善,各司其职、有效制衡的内部机制正逐渐形成,规范运作的意识和水平也日渐提高,大多数上市公司初步建立了产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业制度。公司治理结构不断完善,在我国企业群体中起到了很好的示范作用。以保护投资者利益、促进资本市场发展为目标的公司治理改革取得了初步效果。

#### 1. 上市公司治理

(1) 实施效果。一方面,通过公司治理准则及其他一系列相关政策措施的出台,上市公司治理结构形式化、治理机制弱化状况得到了一定程度的改善,经理人员自利性的机会主义行为受到遏制,中小股东利益开始有所保障。另一方面,公司治理观念开始深入人心。无论是作为管理者的上市公司经理人员还是作为所有者的股东,都逐渐意识到良好的公司治理对提升公司价值、保护股东权益的重要性。

(2) 评价分析。从开始关注公司治理问题,到公司治理准则、独立董事制度的出台,中国的公司治理改革的速度很快,力度很大,效果也比较明显。然而,公司治理是全球性的问题,公司治理改革也是一项关乎方方面面的系统工程,不可能一蹴而就。如何维持政策制定的系统性、完整性和长期性,以及如何保障政策执行的有效性,是当前公司治理改革所面临的最为迫切的问题。

## 2. 补充审计制度

(1) 实施效果。《公开发行证券公司信息披露编报规则》第 2 号、第 4 号、第 6 号、第 11 号、第 15 号构成了我国公开发行证券的公司财务报告编制和披露规范的重要组成部分,在增强公司财务数据的可比性和财务报告编制的规范性方面发挥了重要的作用。金融企业补充审计实施结果表明,这类公司经境内、境外注册会计师审计的两份财务报告存在诸多不同,而净利润数与可供股东分配利润数的差异尤为突出。这些差异必然对投资者判断这类公司的经营成果、财务状况产生重大影响,也关系到公司如何避免利润超分配,保障持续经营能力。因此,金融企业补充审计的实施在提高其会计信息质量、避免利润超分配、防范金融风险等方面取得了一定成效。《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 16 号——A 股公司实行补充审计的暂行规定》在国内会计师界激起巨浪,受到国内会计师的普遍反对,A 股公司也大多认为此举大大增加融资成本,加重了公司的负担。该暂行规定未得到有效的实施。此后,以美国“安然事件”为代表的一系列财务丑闻接连曝光,“五大”之一安达信的倒塌,使得全球会计师普遍面临诚信危机。2002 年 2 月,中国证监会就 2002 年 A 股公司进行补充审计试点工作发出通知,试点范围被严格限定,且国内会计师经中国证监会和财政部的认定也可以取得补充审计资格。至此,补充审计制度名存实亡。

(2) 评价分析。中国证监会作为证券市场的监管者,近年来以前所未有的广度和深度推行了证券市场的会计审计制度改革,产生了深刻的影响。

在财务报告列报具体会计准则缺位的情况下,特殊行业公开发行证券的公司信息披露编报规则和公开发行证券的公司财务报表一般规定,构筑了我国公开发行证券的公司财务报告编制和披露规范的重要规则,对规范公开发行证券的公司财务报告的编制

和披露发挥了重要作用。在我国原有《金融企业会计制度》与国际通行会计制度和信息披露制度存在很大差异,在我国商业银行普遍存在一定金融风险的情况下,对金融类企业实施补充审计是很必要的,实践也证明该制度取得了一定成效。但是随着我国新《金融企业会计制度》的实施,金融企业补充审计的必要性值得重新审视和检讨。

A股公司补充审计制度意图通过直接引入国际会计师审计来推动会计准则的国际化,从根本上提高会计信息质量。这一制度未能充分考虑我国证券市场的特殊情况,也未规范境外会计师的业务资格认定、审计质量监管等一系列重要问题。实践表明,即使在美国等发达的资本市场,制度缺陷导致的会计造假现象同样存在。A股补充审计制度的失败说明,提高会计信息质量是一个系统工程,只有着眼于中国证券市场的具体情况,从改善上市公司法人治理结构入手,规范公司运作,加强公司监管,同时稳步推进证券市场的会计审计制度改革,方能从根本上提高会计信息质量。

## 二、发行、上市制度改革效果及评价

从实施的情况来看,核准制的推出达到了预期目的,效果令人满意,即证券发行市场化水平明显提高,资源配置进一步优化。

### 1. 实施效果

证监会的发行职能发生了根本性转变,有利于加强市场监管。审批制下,股票发行审批权集中在证券监管机构,证券市场自身的规律和调节功能难以充分发挥作用。核准制的实施,极大推动了证券监管机构在股票发行职能上的转变,为市场机制发挥作用创造了条件,监管机构可以将更多的时间和精力放到监管工作中,有利于加强市场监管。主承销商自身素质和业务水平不断提高。上市辅导制度和通道制度的建立,使主承销商将更多的精力投入到项目选择、项目质量控制、提高信息披露质量上来,主承销商自身素质和业务水平明显提高。发行人质量稳步提高,为证券市场的

稳定奠定了坚实基础。核准制下,证监会构建了由发审委和主承销商组成的发行人质量控制体系,充分发挥主承销商的监管作用。实践证明,新的质量控制体系是有效的,发行人质量稳步提高,为证券市场的稳定奠定了坚实基础。

## 2. 评价分析

核准制的推出是成功的,是我国证券发行朝着市场化迈出的重要一步,符合证券市场发展的需要。在实践中,核准制暴露出了一些问题,如核准制没有完全从计划经济中走出来,发行审核过程存在权利与义务不对称等现象,通道制对证券公司经营产生了一定负面影响,如导致原来分散于上市公司的权力向中国证监会集中等,有待进一步改进。

## 三、上市公司并购重组改革效果及评价

《关于规范上市公司重大购买或出售资产行为的通知》、《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》,体现了从严监管、规范市场的立法精神,其中一个核心的改变是变过去的报批制为实质的审核制,使得通过重组实现再融资的难度加大,恶炒壳资源的现象有所减少,虚假的并购重组现象得到一定遏制,实质性并购重组不断增加。

### 1. 实施效果

《上市公司收购管理办法》、《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》、《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》三项政策从2002年12月1日起才刚刚开始实施,但政策的短期效果已经显露出来:一是为我国的企业并购重组活动提供了具体的、操作性强的规范;二是为外资并购、管理层收购等行为提供了明确的法律依据;三是重新确立了证券市场并购重组的游戏规则,强化了对信息披露的要求,加强了对投资者利益的保护,有助于遏制消极的并购行为,鼓励了积极的并购行为发生。衡量政策长期效果的依据包括有效率的并购重组活动是否增加、无

效率的并购重组行为是否得到遏制、并购重组中投资者利益是否得到保护、外资并购上市公司的行为是否增加、企业并购重组是否提高了上市公司竞争力和社会资源配置效率、政策是否有负面影响等。由于这三项政策从 2002 年 12 月 1 日起才刚刚开始实施，其长期效果还有待进一步观察。

## 2. 评价分析

中国证监会颁布的上市公司并购重组规章对我国证券市场发展具有重要意义。首先，它标志着比较完善的上市公司并购的法律框架已基本形成。中国证监会颁布的有关上市公司并购重组的规章，特别是 2002 年出台的三个规章，既与《证券法》、《公司法》中有关并购的相关章节相互衔接，又在收购主体、发挥中介机构的作用、保护投资者和并购各方的权益以及要约收购豁免等方面有很多新的突破，三个规章层层推进，构成了一个比较完整的法律规范。其次，三个规章互为补充、相互衔接，为上市公司并购重组提供了具体指引。在这三个规章中，以《上市公司收购管理办法》为纲，《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》对上市公司收购兼并中涉及的信息披露作了进一步的明确，《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》则对收购主体为外商的上市公司并购活动进行了规范。再次，标志着我国证券市场开放程度进一步提升。上述法规的颁布打开了外资进入我国资本市场的大门，理顺了外资收购兼并上市公司的渠道，对于引进国外资本和先进的技术及管理模式，提高上市公司业绩，优化股权结构，推动我国经济结构战略性调整和产业升级，有着重要的意义。

## 四、退市制度改革效果及评价

自从中国证监会发布《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》后，以深市上市公司为例，在 2001 年有 PT 中浩、FI 粤金曼两家公司被中国证监会终止上市，在 2002 年有 PT 金田、PT 南洋、ST 银山、ST 海洋、ST 九州、ST 宏业 6 家公司被证券交易所终

止上市。

### 1. 实施效果

从实施效果看,由于建立了相应的法律、法规及退市后的流通渠道,以及各有关方面的共同努力,市场反应比较平静,投资者心态比较稳定,没有发生任何集体上访事件,投资者基本上已接受了“退市”机制,有助于我国证券市场资源配置功能的真正发挥和投资理念的形成。

### 2. 评价分析

退市机制的建立是我国证券市场规范发展的必然要求,对我国证券市场的健康发展和上市公司整体素质的提高都起到了良好的促进作用。《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)》是证券交易所对上市公司实施终止上市程序的主要依据,但部分条款在操作性上尚存在不足:(1)给予暂停上市的公司扭亏时间不够长。目前对暂停上市公司只有半年的扭亏时间,实际上,由于暂停上市公司的实际运作状况和财务状况,很难在半年之内按照相关的法律法规顺利实现扭亏,因此,仅深市2002年就有4家新暂停上市公司终止上市。(2)对暂停上市、恢复上市和终止上市有关时间的规定过于复杂,不便操作,针对不同的情况规定了不同的处理时间,时间的确定也相当主观,既复杂又不便操作。(3)对涉及非标准审计意见的公司由交易所进行核查操作难度和风险较大。由交易所对非标准审计意见进行核查缺乏法律依据和权威性,风险较大,实际操作中也不好处理。同时,由于非标准审计意见的处理时间没有明确规定,投资者无法及时掌握最新情况,给退市工作带来不小的压力。(4)缺少“公司暂停上市后继续亏损的应终止上市”的明确规定。目前只能按照上市公司不提出恢复上市申请或者交易所不受理其恢复上市申请来找到终止上市的相应条款,建议直接增加相应条款。(5)缺少交易所可以根据证监会调查结果进行处理的规定。(6)规定恢复上市后的第一个年

度报告显示亏损要终止上市,容易造成市场混乱,也易于进行市场操纵,并影响实质性重组者的信心。(7)恢复上市的受理和审查共用同一个标准,在逻辑上重复。

另外,从目前的实践来看,上市公司股票终止上市与能够通过代办股份转让系统转让之间的时间过长,终止上市公司的投资者对何时能通过代办股份转让系统进行转让没有时间表,容易造成社会不稳定问题,建议对此尽快落实比较明确的办法,化解退市风险。

## 五、信息披露制度改革效果及评价

信息披露一系列的制度改革措施的出台,促进了我国证券市场信息披露制度的建设和实施,强化了上市公司及相关披露义务人信息披露的责任,增加了其进行信息披露的主动性。

### 1. 实施效果

从实际效果来看,信息披露的内容不断增加,频率逐步加快,可靠性日益增强,特别是随着现代化信息技术的运用,使得信息披露的及时性和对证券信息的应用水平也大幅提高,提升了市场各方特别是投资者对证券市场信息的需求满足程度,推动了市场的规范发展。

### 2. 评价分析

随着这一系列改革措施的出台,目前我国已初步建立了一个较为科学合理的证券市场信息披露制度框架,在制度体系设计上,特别是在实体法上已基本与国际接轨,这些改革措施为未来我国信息披露制度的进一步完善奠定了坚实的基础。但是,由于信息披露的新政策的出台比较频繁、信息披露的频率增大,也造成上市公司信息披露成本的增加,同时由于市场中介机构和上市公司的诚信问题目前还没有根本解决,信息披露不规范问题仍然存在。

### 第三节 政策建议

#### 一、建立现代企业制度方面的政策建议

##### 1. 继续推进在企业中建立现代企业制度的进程

1993年,党的十四届三中全会通过了《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》,明确提出了“进一步转换国有企业经营机制,建立适应市场经济要求,产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代企业制度”。“决定”中还指出,“现代企业按照财产构成可以有多种组织形式。国有企业实行公司制,是建立现代企业制度的有益探索。规范的公司,能够有效地实现出资者所有权与企业法人财产权的分离,有利于政企分开、转换经营机制,企业摆脱对行政机关的依赖,国家解除对企业承担的无限责任,也有利于筹集资金、分散风险”。

以1995年国家进行百户现代企业制度试点工作为标志,全国开展了对国有大中型骨干企业进行以公司制改组为主要内容的改革。按照公司法的要求,一些国有企业改组为有限责任公司和股份有限公司,规定公司章程,建立股东会、董事会、监事会,聘任高级经营管理人员,形成了形式上较规范的公司治理结构。

从20世纪90年代初开始,以股票市场为主的全国性资本市场逐渐形成。到目前为止,在上海和深圳证券交易所上市的公司达到了1000多家,其中,绝大多数上市公司是国有企业进行股份制改组后形成的。

由于国家或国有公司在上市公司持有的股份占控股地位,许多从国有股转型而来的上市公司仍然承袭了传统国有企业的经营管理理念和机制,所以继续建立健全现代企业制度是非常重要的。

## 2. 加快有利于现代企业制度建立的法律、法规的制定和修改

(1) 《公司法》。我国的《公司法》形成于我国计划经济向社会主义市场经济的转轨时期,不可避免地带有计划经济的痕迹。其不足之处主要表现为:①现行的《公司法》对国有企业和其他所有制企业所做规定的差异表现得比较突出,如国有大中型企业公开发行股票和上市的条件上可以放宽、国有企业发行公司债券可以优先、国有企业可以设立独资的有限责任公司等,因此,在一定程度上可以说是一部国有企业公司制改造法;②对公司资本制度的规定不能适应市场经济发展的要求;③对公司治理尤其是保护中小股东权益的规定比较欠缺;④《公司法》调整的内容与其他法律有重叠之处。

现行《公司法》需要修改的内容包括:取消对公司经营范围的限制,降低设立公司的门槛;取消公司对外投资不得超过净资产50%的限制;确立集团公司和控股公司的法律地位;用授权资本制代替法定资本制;全面恢复股票的流通性,公司高级管理人员持有的股票禁止流通改为限市流通,结合二板市场的推出,修改发起人股份转让的规定。

设立了保护少数股东权利的法律制度,增设了累积投票制条款、限制控股股东表决权条款、关联交易股东回避表决条款、股份购回请求权条款、股东对召开临时股东大会享有提案权的条款和派生诉讼条款。

增设了独立非执行董事,完善监督机制,提供监事会更多的监督措施和手段。引入员工持股计划和管理者期权机制,完善激励机制。为挽救行将破产的大公司,增设重整制度。强化对董事、监事的约束,建立董事、监事个人赔偿责任,提高处罚力度。

(2) 其他法律规范和规则。为了促进公司境外融资和上市,1994年,国家证券委和国家体改委根据《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》,制定了《到境外上市公司章

程必备条款》,作为境外上市的公司必须遵守的规范予以实施。该“必备条款”在一定程度上对《公司法》中关于股份有限公司的规定进行了补充。主要有以下几方面:一是为了保证境外投资者的利益,特别地规定了境外上市的公司如 H 股公司,可以召开外资股东参加的特别股东会议,同时就特别股东会议的职责做了规定;二是在公司治理方面,允许公司根据需要设立外部独立董事。

《上市公司章程指引》是中国证监会根据《公司法》和其他有关规定制定的适合所有境内上市公司的公司章程范文,并在一定程度上带有强制性。

从法律效力上看,“必备条款”和“上市公司章程指引”都从属于《公司法》,但在许多方面对《公司法》规定的内容进行了细化,成为完善上市公司治理结构的重要文件。

除此之外,我国强化了上市公司财务信息的披露,其中包括:  
①规范了关联交易的信息披露,财政部颁发了《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》;②进一步提高了对上市公司经营稳健性的要求,要求对公司的存货、证券投资、应收款等提取减值准备,提高企业的财务质量;③财政部先后颁布了关于债务重组、投资、收入等企业会计准则,并从 1998 年开始要求上市公司编制现金流量表,有利于增强上市公司财务透明度。

从 2000 年 5 月 1 日开始实施的新的证券交易所股票上市规则在某些方面进一步完备了对上市公司治理的要求,一是确立了上市公司董事和监事的承诺备案制度,二是对涉及公司处置或收购资产事项的标准进行了规定,从而增强透明度。

中国证监会除制定了《上市公司股东大会规范意见》来为公司治理确定基本的“公司宪法”基础外,还制定了涉及公司治理机制的其他行政性政策。

## 二、改革金融体系,促进证券市场发展方面的政策建议

我国经济正处于转型过程之中,我国企业在市场经济的进程

中,由于原有融资体制的变革,企业开始面临筹资和投资决策的要求。银行贷款不再是免费的午餐,从资本市场融资既要受到许多非市场因素的限制,也要受到市场规律的约束。在中国市场经济日益发展的条件下,资本市场发展的最终走向是完全由市场来决定的。这时,在发达市场经济中有效的经济理论也会对我国企业融资活动与资本市场的发展产生作用。即使在我国现阶段经济转型过程中,为了规范我国企业的融资行为,提高企业的经营效率,西方资本结构理论仍具有重要的启示意义。

### 1. 改变我国国有企业的高负债现象,发展资本市场,增加企业融资手段

由于过去融资体制的原因,我国国有企业高负债的现象十分突出。1997年底,全国国有企业平均资产负债率为70%,1998年仍高达67%,而且除部分上市公司外,中国企业的资产负债率是普遍偏高的,与国外的按行业性质不同而有不同的资产负债率的现象相比差异较大。

优化企业资本结构,除了企业真有内部动力外,还要有相应的市场环境。否则企业只能面对有限的几种融资手段,没有选择余地,优化资本结构也只能是一句空话。更重要的是,资本市场的发展,为对企业进行有效控制、解决委托—代理问题创造了条件。信息不对称下的资本结构理论从多方面讨论了企业的代理成本和控制权问题,其中都是以有效的资本市场为前提的。

### 2. 改变企业无信用的现象,建立正常的银企信用关系,重视企业债券市场的发展

银行贷款也是企业资本结构选择的结果。银行对企业贷款后,作为企业债权人,它在对企业的控制具有独特的作用。但由于我国正常的银企关系还未形成,企业信用度低,银行对企业的约束作用并不健全。

在银行面临商业化改革而需要强化银行和企业信用关系的背

景下,发展债券市场,增加企业债务的发行量,既可以为企业筹资开辟新路,又可以发挥债券市场在企业控制中的作用,有利于银行改革和企业信用观念的增强。

### 3. 企业破产机制的引入

破产约束是企业选择资本结构必须考虑的一个因素。如果没有企业破产的威胁,企业就有高负债的动机,这也是中国企业高负债的原因之一。因此,从优化企业资本结构的角度来看,引入破产机制是重要的手段。

### 4. 建立多层次的统一的市场体系

具体来说包括如下三个方面:①在主板市场之外建立与之平行的二板市场,以满足经济中的多种融资需求;②积极开发场外市场,充分利用信息技术革命中所产生的电子自动化和网络系统,实现网上交易,建立场内市场和场外市场相结合的市场体系;③构建全国性市场和区域性市场相结合的统一的市场体系,满足经济中多层次的资金需求。

### 5. 发展机构投资者 积极引导保险基金等新资金进入市场

从投资者方面看,目前比较突出的问题是投资主体以个人投资者为主,机构投资者发展不足。而小投资者资金有限,防范风险能力不强,因此,更容易导致市场波动。与个人投资者相比,机构投资者具有三个特点:一是专家理财、高效运作;二是股权相对集中,有利于形成较强的股权约束,促进公司治理结构的改革和效率提高;三是比较注重长线投资和中长期效益,持股时间相对较长,稳定性较强。因此培育和发展机构投资者对于股票市场的发育和完善无疑具有积极意义。

### 6. 推进资本市场上金融工具创新力度,发展衍生市场

衍生金融工具在降低交易成本,改善原生资产定价,稳定现货市场,促进经济增长等方面具有许多正面的经济社会效应。1987年的“黑色星期一”之后,美国加紧金融创新,使金融市场成为投资

者的天堂,10年来共创新金融产品200多种,吸引了大量资金流入美国,财富效应有力刺激了国内需求,推动了房地产、电子、汽车等产业的发展,促进了整个经济的繁荣。金融衍生市场的发展的重要性表现在:①是分散和防范金融风险的重要手段。缺乏风险转移市场的市场体系是不完善的市场体系。②促进储蓄向投资的转化,提高企业融资效率的需要。③完善金融市场体系与环境,增强我国金融市场竞争力的需要。④适应金融全球化趋势的必然选择。⑤吸引国际资金,防范资本外流的有效工具。中国金融衍生市场的发展,可以先从在国外已经有很长发展历史的金融工具的引进开始,如期权期货等。对于股票市场的发展来说,可以考虑先开通股价指数期货这一品种,在取得经验的基础上,通过结合中国实际的金融创新,最终形成较为完善的衍生市场。

### 三、改善公司治理方面的政策建议

#### 1. 改变国有股“一股独大”的畸形股权结构

我国许多上市公司之所以接连不断地出现违法违规问题,就在于公司治理结构失灵。股权结构是公司治理结构的基础,它对于公司治理结构的控制权方式、运作方式乃至效率等都有着重要的影响。因此,要健全和完善我国上市公司治理结构,必须改变国有股“一股独大”的局面。这里应该特别强调的是,我们否定的是国有股“一股独大”而不是笼统地反对其他股“一股独大”。不论是从理论上讲,还是从实践上看,“一股独大”并非都是坏事。从理论上讲,只要大股东产权清晰,能承担风险,直接拥有公司剩余价值的请求权,自然有着强烈的追求利润最大化的强烈愿望和发展壮大企业的动力,大股东的行为一般都会正常化。从实践上来看,美国、英国的股份公司都曾经历了家庭资本主义、经理资本主义与机构资本主义三个阶段,其股权结构也曾经历了由集中到分散、再由分散到集中的变化。无论是在股权高度集中在少数私人手里的家庭资本主义时代,还是在股权相对集中在机构投资者手中的今天,

“一股独大”或股权相对集中都发挥了积极的作用。如沃伦·巴菲特在希尔公司、比尔·盖茨在微软公司都曾占有很高比例的股权，这些“一股独大”不但没有妨碍公司的发展，反而成为公司快速发展的基本动力源。

我们之所以否定国有股“一股独大”，关键是国有股股东行为非理性化，发生了严重的扭曲。关于这种现象产生的原因的讨论和分析文献已有很多，概括地讲主要有以下几点：一是国家所有权的代理行使问题至今没有得到妥善的解决，国家所有权的代表是“形至而实不达”，“缺位”现象比较普遍，缺乏能真正对国有资产保值增值负责的人格化代表。二是我国绝大部分上市公司都是原有的国有企业改制而来的，都明显带有传统旧体制的“胎记”，在传统的国有资本管理经营中干好了得不到相应好处，干坏了不负责任，不担风险，经营效果缺少客观评价标准等弊端在国有控股的上市公司依然存在。三是国有股“一股独大”导致许多上市公司的董事会和经理层基本上都由原企业的管理人员组成，从而形成了国家行政干预下的“内部人控制”局面。四是国有股不能流通，中、小股东又存在“搭便车”行为，致使公司外部治理机制——市场对公司的治理（诸如公司控制权市场、职业经理人市场等）“失灵”，从而加剧了国有股股东行为的扭曲。五是法制不健全，打击不力，助长了部分上市公司的违法违规行为。总之，由于国有股东带有“天生”的内在缺陷，因而国有股“一股独大”必然致使公司行为非理性化和公司治理结构的失灵。

## 2. 保证公司董事会的“独立性”，建立充分履行其职能的运作机制

健全和完善我国上市公司治理结构，必须做好这样一件事，就是在所有者与经营者之间建立一种制衡关系的核心即董事会，然而遗憾的是，在相当长一个时期内，我国学者与政府有关部门关注的焦点主要集中在“三会”（股东大会、董事会、监事会）的相互制衡

以及经理人员的激励与约束问题上,而对如何充分发挥公司治理结构的核心——董事会的作用则重视和讨论不够,这也是导致我国上市公司治理结构效率低下的一个基本原因。

公司董事会的主要职能有二:一是决定公司经营方针和战略决策;二是对经营者的经营管理行为进行监督。然而,我国许多上市公司的董事会并未很好履行这些职能。究其原因,主要是国有股“一股独大”使董事会丧失了“独立性”。在“一股独大”的国有控股上市公司,有相当多的公司董事会成员是公司内部管理人员。董事会“内部人控制”是我国上市公司董事会的一个显著特点。这样一个由所谓国有股东“内部人控制”的董事会,难免会做出许多侵犯其他中小股东利益等非理性的事情。西方许多国家公司发展的实践已经证明,保证上市公司董事会的“独立性”,是董事会充分发挥其作用的前提条件,也是约束“一股独大”行为的有力措施。

在总结国际经验教训的基础上,结合我国国情,重构我国上市公司董事会的组织模式;二是要设计一套可行的上市公司董事会运作实务体系,其中包括董事会职责的设计、董事会履行职责的设计、董事会成员选拔制度的设计、独立董事的激励与约束制度的设计、董事会评估制度的设计,等等。只有完成了上述这些运作制度的设计并加以实施,才能使公司董事会充分发挥作用的理想变为现实。

3. 健全和完善我国上市公司治理结构,建立一个与公司治理结构相适应的公司外部治理机制

长期以来,为了提高上市公司的质量,人们都比较关注公司治理结构或公司内部治理机制问题,而对公司外部治理机制则重视不够。国外公司的发展实践证明,公司治理是一个有机的系统,缺一不可。因此,要健全和完善我国上市公司治理结构,不仅要健全公司治理结构或内部治理机制,而且还要完善与公司治理结构相适应的公司外部治理机制。公司外部治理机制主要由以下三种机

制所构成,即市场机制、监管机制与社会机制。

我国股票市场发展了近 20 年,但公司控制权市场的发展仍严重滞后,究其原因,就在于占控股地位的国有股不能流通,从而妨碍了上市公司的敌意兼并和收购,这也是我国上市公司治理结构“失灵”的一个重要原因。因此,我国政府有关部门今后不但需努力改变国有股“一股独大”的局面,而且还需审时度势地加大国有股流通的比重,积极为公司控制权市场发挥作用创造必要条件。

同样,我国职业经理人市场也很落后,究其原因,还是国有股“一股独大”所致。由于国有股控股,公司经理的选择主要是依靠行政部门,这样职业经理人市场对公司在任经理来说没有构成任何威胁。因此若要职业经理人市场真正发挥作用,就必须改变国有股“一股独大”的局面,把公司职业经理人交由市场选拔和淘汰。

公司外部治理监管机制主要是指政府对一级市场与二级市场的管理机制。我们现在上市公司治理结构暴露出的许多问题,充分地说明了我国公司外部治理行政机制存在有严重的弊端。现在许多上市公司发生的问题,很重要的一个原因就在于当初推荐公司上市时没有严格把关,使许多在治理结构及其他方面存在许多问题的质量较差的公司蒙混过关上市。更应引起人们关注的是,2002 年发行实行了核准制之后,仍然出现了像麦科特和华纺股份这样的问题。因此,要健全和完善我国上市公司的治理结构,还必须从“源头”抓起,努力提高证券监管部门的管理水平,严格掌握企业募股及上市的标准。因此,要健全和完善我国上市公司治理结构,还必须加强有关政府部门的监管力度,严格规范二级市场的运作制度。

社会机制主要是指社会中介机构、新闻媒体等社会力量对公司的监督。“银广夏”等事件的发生,暴露出我国不少中介机构(包括会计师事务所、律师事务所和证券公司)缺乏社会信用,从而恶化了公司治理结构和助长了一些公司违法违规行。因此,必须

加强对中介机构的监督与管理,使其能够诚实守信地开展中介活动,真正成为一道阻止上市公司违法违规行为发生的“防火墙”。

#### 四、改善证券市场公司治理机制方面的政策建议

1. 引导科学的投资理念,加大对操纵市场行为的打击力度,发挥市场价格机制的治理作用

我国的证券市场上内幕交易、人为操纵市场情况、违反公开信息义务、恶意串通欺诈顾客等行为盛行,股票价格严重扭曲,无法反映公司的真正价值,使得证券市场的市场评估体系失真,价格机制无法发挥公司治理的作用。我国股票市场之所以投机行为很严重,一个主要原因是上市公司的基础薄弱,许多公司被“包装上市”,造成的结果常常是“第一年绩优,第二年绩平,第三年绩差”,这在上市公司中非常普遍。对这种公司的股票,股民怎敢为期盼分红而长期持股。进一步问,为什么要让那么多“体质”很差的公司被包装上市,这可能与我们一开始建立股票市场时,过分强调了股票市场的融资功能,把它看成是国企改革甚至是脱困的手段,忽视了其对公司经营的约束作用有关,以至于不少企业把上市看成是“圈钱”的最好方式,想方设法“包装上市”。另外,过度的炒作行为还与证券市场的监管不力密切相关,目前由于证券监管的法规还不完善,监控手段不力,使得黑幕交易、联手炒作甚至公开坐庄现象屡禁不止。对此应引导科学的投资理念,加强证券市场监管,遏制过度投机、坐庄和恶意操作行为,至少使股价不能偏离企业价值太远。

#### 2. 发挥公司控制权市场在我国公司治理中的作用

尽管西方对公司控制权市场存在激烈争论,但它在公司治理中应有的作用不容抹杀和替代。目前,我国正积极推进公司治理改革,理论界对产权和股权结构、董事会、监事会的职能以及对经营者的激励作了较多探讨,这固然抓住了我国公司治理改革的主要方面,但对市场特别是资本市场对公司的治理,研究明显不足,

造成的一个错觉是,似乎上述问题解决好了,我国的公司治理就得到完善。然而,沪深股市中许多全流通的上市公司,经营业绩也差强人意,没有优势。这些公司通称“三无”概念,即无国家股、无法人股、无上级主管单位,因而不存在国有企业那样的政企不分问题。这说明即使不存在产权和股权结构等方面的问题,没有市场特别是资本市场的外部治理相配合,也不一定能保证公司运作高效。再从国际比较来看,相对于美、英公司,日、德公司的股权高度集中,股票的流动率和敌意接管的发生频率都很低,但这并不意味着公司控制权市场在这两个国家不存在或作用很小,实际上这两个国家大股东之所以“用手投票”很管用,与其手中握有大量股票且可利用公司控制权市场威胁经营者有很大关系(青木昌彦, 1988)。同样,1980年代以来,美、英公司在机构投资者持股份额大幅增加后,也积极关心企业经营,先是“用手投票”,在其建议不能通过其他治理程序被接受时,再利用接管机制,即“手脚”并用。此时,公司控制权市场的作用不在于实际发生了多少次接管,而在于它有可能发生的潜在威胁,并依此迫使经营者自律和努力。

实际上,公司控制权市场在我国公司治理中所起的作用近年来已初露端倪,通过公司控制权市场的争夺,目标公司要么进行了重组、要么改变了经营战略或改组了高层管理人员,尽管它对公司绩效的影响还很难一概而论或一时评说,但接管发起者要达到的初步目标都基本实现。要使公司控制权市场在我国发挥应有的作用,还需进一步完善其运作所需的条件:

(1) 加快国有股的退出和流通,实现股权多元化,改变许多上市公司国有股一股独大的状况。由于国有股的代理成本太高,很难找出具有足够信息和利润激励的主体代表国家行使财产权利。另外,现行规定不允许国有股流通,即使国有股无法实现可能得到的资本涨价收益,更难使敌意接管者通过公司控制权市场取得控制目标企业的股票,也使小股东的“用脚投票”的机制丧失威力。

因此,加速国有股的退出是大部分上市公司完善其治理结构的必由之路。在现阶段还尚未找到理想的方案和很难一步到位的情况下,应加强对大股东的监督。

(2) 规范对上市公司的“壳”资源之争。尽管成为“壳”资源的公司,大多由于业绩太差使股价很低甚至接近于零,但是其上市资格仍存在,收购这样的公司进行“买壳上市”和公司重组,与敌意接管者搜寻目标公司的方式和目的有很大的相似性,而且争夺的双方也代表不同的利益集团,但在“买壳上市”过程中,往往是上市公司的现有大股东和管理层进行协商和妥协,并常常得到政府的支持,由于缺少对抗,对经营者的威胁远不如敌意接管大。更重要的是,本应摘牌的上市公司如允许其仍以“壳”的形式存在,并以“卖壳”获取好处,就会加大上市过程中的寻租活动,使“包装上市”更为有利可图。因此,应将公司控制权市场与我国目前大量存在的“买壳”上市区别开来,完善上市公司的退出机制,规范和减少“壳”资源之争,使敌意接管逐步成为我国公司控制权市场的主要力量。

(3) 要着手完善接管和反接管的法律。在公司控制权市场上,接管的发起者会向在位经营者争夺公司的控制权,在位经营者则会采取一系列措施挫败接管者的企图。从效率角度讲,如果在位经营者经营不善,接管可能会扭转这一局面;反之,如果在位经营者很能干且企业的经营和增长势头良好,在位经营者采取反接管措施挫败接管者的企图,可以将能干的经营者保护起来,有助于企业战略和经营政策的稳定性和连续性。

3. 逐渐引入股权、股票期权等激励项目,构建多元化的、激励性的经营管理者报酬制度

从理论上说,授予经营者一定的股票、股票期权作为经营者的报酬,是一种利润分享制度,这被认为是终极激励手段或真正的激励因素。因为经营者持股制度保证股东的利益和经营者的利益趋

向一致,它驱动经营者去采取规范的长期化行为。

由于国有企业情况千差万别,十分复杂,不应该也不可能设计统一的企业经营管理者报酬制度方案,要允许各地政府积极实践和探索。对于现阶段北京、上海、武汉、深圳等地试行的含有期权激励方式的经营管理者报酬制度,应鼓励各地继续进行探索。在推行国有企业经营者多元化的、激励性报酬制度的同时,必须控制经营者过度的“在职消费”之类的隐性收入。

有效的、激励性的企业经营管理者年薪报酬制度的建立实质上面临着如何将隐性收入显现化的问题。我们面临着一个两难改革选择:不大幅度地提高经营者的报酬,建立有效的报酬制度,经营者必然追求过度的“在职消费”和过高的隐性收入,提高经营者的名义报酬,在目前隐性收入远远大于名义报酬和不能有效地控制经营者“在职消费”的情况下,是否公平,甚至是否必要,名义报酬提高多大幅度才有可能对隐性收入起到替代激励作用。“两害相侵取其轻”,从国有企业改革与发展的角度,建立有效的结构多元化的经营者报酬制度是必然的选择。即使在外国现代公司制企业中,“在职消费”问题也不是彻底解决了,只是进行适当控制而已。具体控制措施包括:通过规范法人治理结构,有效发挥董事会、监事会(尤其是外派监)对经营管理者的监督约束作用,通过一定措施,建立企业工会、职代会参与对企业经营者监督制约机制;严肃财经纪律,健全财务制度等。

#### 4. 建立一套企业市场价值指标和企业会计指标有效结合的经营者业绩考核体系

对经营者业绩进行科学考核是经营者报酬与其业绩挂钩的前提。在现代企业制度下,与经营者报酬相关联的企业业绩指标主要有两大类:①公司股票价格之类的市场价值指标,这能够说明企业未来发展的潜力。②会计或财务类指标,这反映了企业经营者的经营业绩。一个有效的经营者经营业绩考核体系,应该将

二者结合起来,既能通过会计指标反映经营者是否具有规范的努力经营行为,使得企业具有良好的财务状况,又能通过股票价格说明经营者是否具有长期化行为(如有利于企业长期发展的经营决策),使得企业具有良好的发展前景。这种考核体系的有效性在很大程度上取决于资本市场的有效性以及财务指标的真实性。如果资本市场的有效性差,企业财务指标失真,股票交易价格不能准确反映企业的价值,财务指标不能说明企业真实的经营结果,那么这两类指标就不能衡量经营者在企业经营管理过程中的努力或投入,依靠这两类指标建立的报酬制度也就不具有相应的激励作用。对于中国企业现阶段而言,无论资本市场的有效性,还是财务指标的真实性,都有待提高;否则,与现代企业制度相适应的经营者报酬制度就难以建立和有效发挥作用。

为了保证对企业经营管理者业绩指标考核的真实性,要注意发挥会计、审计等市场中介机构对企业的监督约束作用。为了更有效的利用这种监督约束力量,防止企业、政府工作人员和中介机构“合谋”,需要设计科学的审计程序,从程序上保证信息的真实性。

## 五、加强证券市场监管机制方面的政策建议

### 1. 完善退出机制法规建设,确保退出机制行之有效

现行《公司法》、《证券法》等法律、法规对上市公司暂停上市和终止上市已有条文规定。但是,这些条文内涵比较宽泛,缺乏可操作性。如《公司法》第一百五十八条对终止股票上市的规定中所讲的,“……经查实后果严重的,……在限期内未能消除,不具备上市条件的由国务院证券管理部门决定终止其股票上市”。“对后果严重的程度,以及期限的量化”都没有明确。当前,要建立退出机制,首先要着手制定出一套可操作性较强的实施细则。

同时,赋予监管机构一定的独立性,确立其权威性,建立和完善反应及时灵敏的市场监管机制,减少和避免不必要的行政干预,

排除对独立行使监管职能的干扰。证监会、证券交易所要切实行使法律法规赋予的监管职能,彻底打破上市公司“终身制”,对劣质公司要严格按照规定及时作出暂停上市和终止上市的决定,这是事关证券市场长期健康发展的大局问题,决不能因顾及当事各方的局部利益,而损害全局利益,要努力修复和培养市场理性投资的理念,引导市场资金流向优质公司。

2. 运用市场手段保障退出机制的正常运转要从源头上解决问题,改革股票发行和上市制度,解决上市难的问题

劣质公司之所以股价不菲,关键在于它的躯壳还能出卖,而且愿意购买者还络绎不绝。一个企业要达到上市的目的,需要经过重重关口,付出大量精力、财力和时间方能胜出。通过借壳上市,却能省去许多环节,既节约了时间又通过借壳提高了企业知名度。要解决这个问题,就要改核准制为注册制,减少上市环节,降低上市成本,让更多的符合上市条件的企业能够通过正常渠道低成本上市,而无须借壳、买壳,从根本上打破壳资源。当市场上劣质公司的空壳少有人问津的时候,投资者就不会再去追逐那些劣质公司的股票,其股价就会回落到其应有的位置,市场的力量就足以淘汰劣质公司,只有这样市场退出机制才能得以确立。证券市场才能通过大浪淘沙,保持健康的机体,实现高效运行。

3. 提高市场信息透明度,建立利益主体风险自担机制

要进一步提高证券市场的公开性,确保上市公司按规定及时准确披露信息,尽量降低信息的不对称性,给投资者创造一个良好的市场信息环境。尤其要加强对劣质公司信息披露的监管和跟踪,提高其信息披露的深度,缩短信息披露的间隔时间,建立上市公司退出的预警机制,尽量降低因上市公司“突然死亡”给市场带来的震动和冲击。在提高信息透明度的条件下,建立利益主体风险自担机制。真正建立起现代企业制度,完善上市公司内部治理结构,确立利益与风险的对称关系。公司的经营者因对公司的管

理和经营而获得薪金等报酬,就应对其经营效果负责,承担可能由于经营不良和管理不善而造成公司效益差的风险;公司的债权人由于可能从公司获得利息收益,而应承担公司无力偿还债务的风险;公司的股东由于可以对公司行使所有者权利,可能从公司获得分红及从市场上获得股价差价收益,就应当承担公司效益差不分红、股价下跌甚至摘牌清算的风险。

有获得利益的可能,自然要有承担相应风险的必要。收益与风险相对应,历来有之且天经地义。应该指出各利益主体的角色选择必须是完全自愿的,比如作为投资主体的股东是自主决定自愿购买公司股票,而非他人强迫。此外,我们还应考虑到,劣质公司的职工可能是利益主体中最无辜的,他们对公司陷入困境往往是无能为力的,却可能会由于公司的摘牌而失去工作。所以,市场退出机制的最终建立需要社会保障机制的保证,而不能把问题和负担一味地推给证券市场。

#### 4. 在实施退市制度时保护投资者利益

虽然《公司法》和《证券法》明确规定了有关民事赔偿的责任条款,但是在实践中,民事赔偿并没有得到落实,同时也缺乏对民事赔偿责任的相关司法解释。应该看到,落实民事赔偿责任可以直接和间接地维护投资者利益。民事赔偿机制除了可以直接迫使相关责任者给予投资者赔偿外,还可以对上市公司和中介机构起到威慑作用,从而间接地保护整个证券市场的全体投资者。对于违法、违规者而言,刑事处罚、行政处罚是可以预见的成本,如果违法违规者认为其行为所带来的巨额收益可以弥补其所遭受处罚的损失,或是被查处的概率足够低时,就会有这样的上市公司和中介机构愿意铤而走险。当推行了民事赔偿机制后,众多投资者所主张的巨额民事索赔主张可能使违法、违规者倾家荡产、无利可图。因此,美国的证券法律将投资者对违反证券法律的行为进行起诉及要求损失赔偿列为与联邦证券交易委员会的监督同等重要的地

位。要从根本上保护所有投资者的利益,就必须将民事赔偿原则、退市原则及证券法所规定的行政处罚原则放到同等重要的地位。

#### 5. 建立场外交易市场以保证公司退市后的股权交易

虽然中国证监会已经同意退市公司股票可以由指定的证券公司代办股份转让业务,但是考虑到退市公司的数量还非常少,难以形成一个有流动性的市场,因此可以考虑发展一个集中的场外交易市场。让退市公司和原先在STAQ系统、NET系统挂牌的11家尚未在沪、深证交所上市的公司,以及其他原先在全国各地证券交易中心挂牌的股票在这个市场进行交易,以维持这个市场的规模和流动性。集中建立这样的场外交易市场除了可以解决退市公司股票流动性问题,还可以解决原先各地证券交易中心挂牌公司的股权流通问题,同时还有利于培育和建设多层次的证券市场体系。

#### 六、改善证券市场效率方面的政策建议

##### 1. 改革目前的会计信息披露制度体系,建立具体会计准则体系

上市公司信息披露制度是一个完整的体系,虽然信息披露体系已初步形成,但相对市场规范的要求来看尚有不小的差距。

会计信息披露制度和会计准则同证券市场会计规范是不同的,区别在于前者规范的是被披露信息的表现形式,如披露什么、怎样披露、何时披露等;后者规范的是被披露信息的内容实质,如会计怎样通过特定程序产生符合用户需要的具有一定质量的会计信息。可以看出建立并严格执行一整套会计准则,是规范会计信息披露制度的一个前提。从另一个角度看,会计实务中的创新往往最先在证券市场中反映,然后具体会计准则才对其进行规范。美国的情况正是这样,分部报告、租赁报告、通货膨胀会计等,往往是证券管理部门作出了有关规定之后,相应的会计准则才陆续出台或得到完善,而且,出于市场管理和保护公众利益的需要,证券

交易委员会本来就保留了规范上市公司会计实务的部分权力,以及什么才是最具有权威性准则的决定权。

目前我国已颁布了会计基本准则及关联方关系及其交易的披露、现金流量表、建造合同、资产负债表日后事项、收入、投资、债务重组等几个具体准则,这些准则对于规范上市公司信息披露起着不可低估的作用。但股票市场上的变化层出不穷,这些准则远远不够。所以,我们可以借鉴美国的经验,对于股票市场中出现的新问题,首先应由中国证监会作出一定的披露规范,在此基础上,财政部可借鉴国际准则结合我国实际情况制订出具体准则,以求能迅速建立起我国的会计准则体系,对上市公司会计信息披露的规范打好基础。

## 2. 发展和完善注册会计师审计制度

为了保护投资者利益,促进证券市场公正、健康地发展,各国都实行会计信息的注册会计师审计制度,如果注册会计师审计环节出现了不规范问题,其严重程度几乎不亚于会计信息失真。《中国注册会计师协会 1995 年行业调查报告》显示,70% 以上的社会公众不信任注册会计师审计过的财务报告。1997 年的一项调查表明,认为注册会计师在 1997 年签署的财务报告“非常可信”的占 5.4%、“比较可信”的占 75.2%、“不可信”的只有 19.4%。我们从近几年注册会计师所出具的审计报告的类型上也可以看到我国独立审计的发展,尤其是 1996 年、1997 年我国《注册会计师法》及一系列独立审计准则的颁布实施,有力地提高了我国注册会计师的审计质量,1997 年首例否定意见审计报告及拒绝表示意见审计报告就证明了这一点。相信独立审计会为保护投资者利益、提高披露信息质量作出贡献,但我们并不能否认我国的独立审计离规范还有较大的差距。独立审计准则还没有完全建立,还不能排除某些会计师事务所甘冒法律责任而出具虚假审计报告,也不能排除个别会计师事务所利用审计手法逃避责任的行为。所以,加快审

计准则体系的建立,加重对会计师事务所违法行为的处罚力度,建立一批合伙制会计师事务所等措施,将会提高事务所的责任感,并发挥其作为会计信息披露的社会监督作用。

### 3. 加快法律制度建设 增强上市公司信息披露的民事责任

信息披露离不开法律的规范,各国信息披露制度的建立也正是立法者价值取向并审视实践、总结经验、改进法律的结果。在我国,从《刑法》、《证券法》到《股票发行与交易管理暂行条例》再到《公开发行股票公司信息披露实施细则》等一系列法律规范都明确规定了股票发行人及有关主体具有信息披露的法律义务,及其应负有的法律责任。但应注意到,在相关法律规范上,我们还有很大的差距,对证券市场中出现的许多新问题法律很难及时跟上,“第三者公告”即是例证。所以,加快信息披露领域的法制建设和健全法律制度是规范信息披露制度的根本举措。

从我国目前法律制度的健全程度看,争议较多的是缺乏民事责任的具体规定,投资者在法律上寻觅不到维护自身权益的具体实现途径和措施。美国、我国台湾地区对上市公司的虚假披露都规定要承担民事责任,凡相信所披露信息而善意购买证券,并因此而遭受损失之人,均可以获取诉权,有权请求义务人赔偿损失。证券购买人不仅包括发行市场上的投资者,也包括交易市场上的投资者,而且有明确的民事赔偿范围,这些都是我们可以借鉴的。

在发行阶段,投资者因信息虚假而遭受损害,弥补方法有二:第一,解除双方合同,投资者可以请求发行人及有关责任人员赔偿其购买股票的价款及其利息,投资者投资股票所得收益也由投资者连同股票还给发行人。第二,如果股票市场价格下跌,低于股票发行价格,而投资者又不愿解除合同,若其仍持有股票,则可以请求发行人及有关责任人赔偿发行价与起诉时股价之间的差价;当投资者已将股票卖出时,他可以请求责任主体赔偿其购买该股票的发行价与卖出价间的差价。

在交易市场上,由于股票价格除受发行公司信息披露的影响外,还受国家政策法规、经济形势、投资者心理等因素的影响,那么,如何合理计算上市公司对投资者的损害呢?各国证券法大都如此规定:受害者购买该证券实际支付的数额扣除请求损害赔偿时的市场处分价格(无市场价格时,则为当时推定处分价格),或请求赔偿前受害者已处分该证券的价格。若负赔偿责任者能够证明原告所受损害的全部或部分,是由于违反信息披露义务以外的原因引起的,则对该损害的全部或部分不负赔偿责任。

## 主要参考文献

1. 曹凤岐. 中国资本市场发展战略. 北京 : 北京大学出版社, 2003
2. 胡汝银. 低效率经济学. 上海 : 三联书店出版社, 1992
3. 蒋顺才等. 上市公司信息披露. 北京 : 清华大学出版社, 2003
4. 张育军, 肖立见, 隆武华. 转轨时期中国证券市场改革与发展. 成都 : 西南财经大学出版社, 2004
5. 万解秋, 郑红亮. 资本市场与投资分析. 上海 : 复旦大学出版社, 2002
6. 胡继之. 海外主要证券市场发行制度. 北京 : 中国金融出版社, 2002
7. 曹洪辉. 中国资本市场效率研究. 北京 : 经济科学出版社, 2002
8. 徐经长. 证券市场会计监管研究. 北京 : 中国人民大学出版社, 2002
9. 于东智. 转轨经济中的上市公司治理. 北京 : 中国人民大学出版社, 2002
10. 王智慧. 上市公司治理结构与战略绩效研究. 北京 : 对外经济贸易大学出版社, 2002
11. 余浦功. 中国资本市场制度分析与机制研究. 北京 : 中国财政经济出版社, 2001
12. 杜焯君. 中国证券市场 : 监管与投资者保护. 上海 : 上海财经大学出版社, 2002

13. 马卫华. WTO 与中国金融监管法律制度研究. 北京 : 中国人民大学出版社 2002
14. 孙永祥 . 公司治理结构 理论与实践研究 . 上海 : 上海人民出版社 2002
15. 李孔岳 . 目标、效率与治理结构选择 . 广东 : 广东人民出版社 2002
16. 杨瑞龙 . 国有企业治理结构创新的经济学分析 . 北京 : 中国人民大学出版社 2001
17. 周鹤龄 . 国外大公司的董事会、财务监控与薪酬激励 . 上海 : 上海财经大学出版社 2001
18. (日)青木昌彦 . 比较制度分析 . 周黎安译 . 上海 : 上海远东出版社 2001
19. (美)富兰克林 , 艾伦等 . 比较金融系统 . 王晋斌等译 . 北京 : 中国人民大学出版社 2002
20. (美)玛格丽特·M·布莱尔 . 所有权与控制 : 面向 21 世纪的公司治理 . 北京 : 中国社会科学出版社 , 1999
21. (日)植草益 . 微观规制经济学 . 北京 : 中国发展出版社 , 1992
22. 雷蒙德·戈德史密斯 . 金融结构与金融发展 . 北京 : 人民出版社 , 1994
23. 乔治·施蒂格勒 . 产业组织和政府管制 . 潘振民译 . 北京 : 人民出版社 , 三联书店 , 1996
24. 张宗新 . 中国融资制度创新研究 . 北京 : 中国金融出版社 , 2002
25. 金德环 . 当代中国证券市场 . 上海 : 上海财经大学出版社 , 1999
26. 李越 . 金融市场秩序 . 北京 : 中国发展出版社 , 1999
27. 王凤容 . 金融制度变迁中的企业成长 . 北京 : 经济科学出

- 版社 2002
28. 韩志国. 退市机制——市场压迫还是压迫市场. 北京 :经济科学出版社 2002
  29. 严武 李汉国等. 证券市场管理国际比较研究. 北京 :中国财政经济出版社 1998
  30. 童适平. 日本金融监管的演化. 上海 :上海财经大学出版社 1998
  31. 张之骥. 最新英国金融体系剖析. 北京 :中国金融出版社 , 1997
  32. 胡继之. 中国股市的演进与制度变迁. 北京 :经济科学出版社 1999
  33. 梁能. 公司治理结构 :中国的实践与美国的经验. 北京 :中国人民大学出版社 2000
  34. 吴晓求. 中国资本市场 :创新与可持续发展. 北京 :中国人民大学出版社 2001
  35. 李维安 . 公司治理 . 天津 :南开大学出版社 2001
  36. 高程德. 现代公司理论. 北京 :北京大学出版社 2000
  37. 朱羿锜 ,公司控制权配置论. 北京 :经济管理出版社 2001
  38. 李爽. 会计信息失真的现状、成因与对策研究——会计报表粉饰问题研究. 北京 :经济科学出版社 2000
  39. 毛振华. 资本化企业制度论. 北京 :商务印书馆 2001
  40. 宋永新. 我国证券市场监管模式的初探. 上海投资 ,2000年 12 月
  41. 宋永新. 证券市场监管模式法律体系比较研究. 华中理工大学学报 2001 年增刊
  42. 宋永新. 我国股票市场发行制度的缺陷与对策. 中国金融市场 2001 年第 10 期
  43. 宋永新. 加入 WTO 对中国证券市场的影响. 上市公司 ,

2001年4月

44. 宋永新. 加入 WTO 对我国证券业的影响. 证券市场研究, 2001 年第 20 期
45. 宋永新, 杨蓉. 证券市场监管的经济分析. 中南财经政法大学学报, 2002 年 7 月
46. 宋永新, 杨蓉. 证券市场对公司治理的作用. 证券市场导报, 2002 年 7 月
47. 宋永新, 杨蓉. 试论股份公司治理结构. 华东理工大学学报, 2002 年 6 月
48. 宋永新, 杨蓉. 从安然事件论美国公司治理模式. 武汉大学学报(社科版)2003 年 2 月第 1 期
49. 宋永新, 杨蓉. 从日本经济的衰退论日本公司治理模式. 现代日本经济, 2003 年 5 月
50. 宋永新. 当前我国股票市场的缺陷与变革. 武汉金融高等专科学校学报, 2001 年 6 月
51. 宋永新, 杨蓉. 股份公司治理全球化的理论与实践. 北京证券研究季刊, 2003 年 4 月
52. 宋永新, 杨蓉. 证券市场对公司治理的作用问题研究. 海通证券研究季刊, 2001 年 7 月
53. 宋永新. 现代公司治理组织结构问题研究. 中国人民银行中银网博士论坛, 2001 年 6 月
54. 宋永新, 杨蓉. 证券市场监管的理论分析. 中国人民银行中银网博士论坛, 2001 年 2 月
55. 宋永新. 证券市场监管模式的历史演变和国际比较. 中国人民银行中银网博士论坛, 2001 年 2 月
56. 宋永新. 推出统一指数为减持服务. 中国人民大学证券导刊, 2002 年 3 月
57. 宋永新. 公司治理中代理成本问题研究. 中国人民银行中银网博士论坛, 2001 年 6 月

1. Charles R. Geiss. Investment Banking In The Financial System. Published by McGraw-Hill Companies ,Inc. 1998
2. J. Fred Weston. Mergers. Restructuring and Corporate control. Published by McGraw-Hill Companies ,Inc. 1998
3. Alan Gatt ,Regulation. Deregulation ,Reregulation. Published by John Wiley & Sons , Inc , 1994
4. Frank J. Fabozzi. Captial Markets Institutions and Instruments. Published by Prentice Hall Inc ,1996
5. Stigler ,G. J. The Theory of Economic Regulation. *Bell Journal of Economics* ,1981
6. Tollison ,R. D. Regulation and Interest Groups. Michigan University Press ,1991
7. Williamson ,O. E. he Mechanisms of Governance. Oxford University Press ,Inc. 1996
8. George. J. Stigler. Public Regulation of the Securities Market. *Journal of Business*. University of Chicago Press ,1964
9. Irwin Friend and Edward S. Herman. The SEC Through a Glass Darkly. *Journal of Business*. University of Chicago Press ,1964
10. Robert Cooter ,Thomas Ulen. Law and Economics. Scott , Foresman and company ,1988
11. Richard A. Posner ,kenneth E. Scott. Economics of Corporation Law and Securities regulation. Little ,Brown and Company ,1980
12. FIBV. Standard of Self-Regulation of the Securities Market. International Capital Market Group White Paper ,1992
13. Oliver E. Williamson. The Economic Institution of Capitalism. The Free Press ,1985

14. Gerald M. Meier. *Leading Issues in Economic Development*. Oxford University Press ,fifth Edition ,1989
15. Pearce. D. *Repeated Games :Cooperation and rationality*. *Advances in Economic Theory :Sixth World Congress , Cambridge University Press ,1992*
16. Takao Fukuchi. *Liberalization Effect in Financially Re-pressed Economy :The Case of Indonesia ,1982 – 90*. *The Developing Economics* ,XXXIII – 3 (September 1995)
17. Nabi ,I. *Investment in Segmented Capital Markets*. *Quarterly Journal of Economics* ,August 1989
18. Harry Heller. *Disclosure Requirements under Federal Securities Regulations*. *The Business Lawyer* January ,1961
19. Doris S. Bennett and George W. Trivoli . *Insider Trading : Recent Evidence of Market Efficiency*. *The Southern Business&Economic Journal* ,Vol. 1b , No. 14 July 1993
20. Ausubel ,Lawrance M. *Insider Trading in a Rational Expectations Economy*. *American Economic Review* ,80 ,December 1990
21. George J. Beston. *Required Disclosure and the Stock Market :An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*. *Amercian Economic Review* ,1973 ,132~155
22. K. Fred Skousen. *An Introduction to the SEC*. Southeastern Publishing Co. ,Cincinnati ,1987
23. Nelson ,Phillip. *Information and Consumer Behavior*. *Journal of Political Economy* ,1970 ,78 ,No. 2 March /April
24. Akerlof G. *The Model for ‘ Lemons ’ :Quantitative Uncertainty and the Market Mechanism*. *Quarterly Journal of Economics* ,1970 ,84 ,488~500

25. Rock. Why New Issues are Under-priced. *Journal of Financial Economics* ,1986 ,15
26. Hamid ,Taggart David. CEO ownership ,Leasing and Debt Financing. *Financial Management* ,1999 2 20~31
27. Jensen ,Murphy. Performance Pay and Top Management Incentive. *Journal of Political Economy* ,1990(3) :225 ~ 264
28. John ,Aubrey :Corporate Governance. *National Institute Review* ,1995(8) 84~97
29. Mark. Some Differences in Corporate Structure in Germany Japan ,and the United States. *the Yale Law Journal* ,1993(1) :1927~2003
30. Shleifer Vishny. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Political Economy* ,1986(3) :737~787
31. Shleifer Vishny. Large Shareholders and Corporate Governance. *Journal of Political Economy* ;1986(3) 461~489
32. Berle A and G Means. the Modern Corporation and Private Property. Harcourt Brace Jovanovich ,New York ,1937
33. Grossman Sanford and Oliver D Hart :《One share one vote and the Market for Corporate Control》 *Journal of Financial Economics* ,1988(20) ,175~202
34. Kaplan S and D Reishus. Outside Directorships and Corporate Performance. *Journal of Financial Economy* ,1990 (2) 389~410
35. La Porta , Rafael , Florencio Lopez-de-Silanes , Andrei Shleifer and Robert Vishny. Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economy* ;2000 (58) 3~27

36. Rajan R. Zingales. Financial Dependence and Growth A Survey. *American Economics Review* ,1990 ,88 ,559 ~ 586.
37. Stulz Rene M. International Portfolio Flows and Securities Market. Working Paper ,Dice Center for Financial Economics ,the Ohio State University ,1999a.
38. Stulz Rene M . Globalization and the Cost of Equity Capital. Working Paper ,the New York Stock Exchange , 1999b.
39. Manne Henry. Mergers and the Market for Corporate Control. *Journal of Political Economics* ,1965(75) :110~126.

## 后 记

上市公司是证券市场的基石,有效的治理机制是支撑上市公司持续健康发展的重要保障。随着资本市场的快速发展,许多投资者在衡量一个公司投资价值时,越来越重视对公司治理状况的分析。证券市场对公司治理的作用主要体现在:证券市场的股价机制,方便出资者了解公司经营信息,降低了监控的信息成本;以证券市场为基础的接管,能够及时发现公司经理管理效率低,并以更好的经理来取代之;管理者的期权报酬合同是公司治理向经营者提供的一种激励机制,使之按所有者利益选择行动;证券市场监管机制,通过一系列的监管制度对上市公司治理具有强制作用。

从我国资本市场的建设和发展成绩是巨大的。目前,上海证券交易所股票市值已近十万亿元,正在成为全球资本市场的主要成员。中国资本市场正在发生的深刻变化,一方面强化了中国市场在全球市场中的地位,另一方面对上市公司治理提出了更高的要求。但是长期以来重融资、轻制度的倾向,忽视了资本市场发育中的制度创新与建设,以致制度缺陷阻碍了资本市场的形成。客观地说,我国资本市场仍处在发育形成之中,资本配置仍然是不完全市场机制,证券市场对公司治理的作用还不能正常发挥。

为了中国证券市场公司治理的改善,我们有必要从理论和实践上对证券市场的公司治理作用进行系统的分析和研究。有鉴于此,作者在历时二年的研究中,进行了广泛的调查研究,收集了国内外文献中关于金融体系、控制权市场、股权激励、监管机制等方面的理论观点和资料,对本书所涉及的一些基本理论问题作了反复深入的探讨,并听取了证券界、经济理论界专家们的意见,针对

此专题已发表了一系列的论文,并在此基础上完成了此书。

值得欣慰的是,在此书即将出版之际,我国的证券市场进行了股权分置的全面改革,消除了影响上市公司治理机制有效发挥作用的制度性障碍。并且还将继续加强公司治理的基础制度建设,一方面逐步在上市公司推进股权激励,形成促进上市公司高级管理人员为全体股东服务的内在动力机制,同时推动立法机构将一些行之有效的公司治理监管经验上升到法规层次,强化对公司治理的外在约束机制。这些措施的实行将进一步改善我国证券市场公司治理的状况,使证券市场的治理机制得到有效发挥,并最终提高我国证券市场的效率,促进我国证券市场的健康发展。

在此我要感谢我的导师金润圭教授,在本书的写作过程中他提供了许多宝贵建议,同时我还要感谢我的先生宋永新博士,本书中的一些观点的形成就是受到了他的启发。在写作过程中我还不断地得到他的支持和帮助。

谨以本书献给我可爱的小宝宝——杨杨、我的父母,献给所有关心和支持我的亲人和朋友。