

GONG SI ZHI LI YU ZHONG XIAO
TOU ZI ZHE LI YI BAO HU



公司治理与 中小投资者利益保护

冯玫 著

河北人民出版社

记
解
，
河北师范大学 2004 年博士基金资助项目
(基金项目号:W2004B21)

公司治理与中小投资者利益保护

冯玫 著

河北人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司治理与中小投资者利益保护/冯玫著. —石家庄: 河北人民出版社, 2006. 7
ISBN 7-202-04288-6

I. 公... II. 冯... III. 上市公司—企业管理—研究—中国 N. F279. 246

中国版本图书馆CIP数据核字 (2006) 第 059711 号

书 名	公司治理与中小投资者利益保护
著 者	冯玫
责任编辑	解京宁 钱彦丛
美术编辑	吴书平
责任校对	丁 清

出版发行	河北人民出版社 (石家庄市友谊北大街 330 号)
印 刷	石家庄市燕赵印刷厂
开 本	850×1168 毫米 1/32
印 张	8.5
字 数	206000
版 次	2006 年 7 月第 1 版 2006 年 7 月第 1 次印刷
印 数	1—1000
书 号	ISBN7-202-04288-6 / F · 458
定 价	15.00 元

版权所有 翻印必究

序

自从公司产生以来,公司治理问题就一直是人们关注的一个焦点。它之所以备受关注,就是因为公司治理状况涉及到投资者、经营者、公司员工、债权人等各方的切身利益,同时会影响到资本市场的正常运行,乃至整个国民经济的增长与发展。贝利和米恩斯 1932 年出版的《现代公司与私有财产》这本名著,是一本精辟分析公司两权(所有权与控制权)分离及其后果的开山之作,这本书实际上已经揭示出由此产生的公司治理问题。公司治理问题产生的根源在于:产权的分散性及与此相联系的产权与经营权的分离性;公司控制权的不均衡与不合理。事实表明,这个根源始终存在,从而公司治理问题也始终存在。不过,其严重程度和表现形式在各个时期和各个国家却有所不同。例如,在上个世纪 80 年代的美国,公司治理问题突出表现为经理利用其对公司的控制权损害全体股东的利益。那时,公司恶意并购高潮迭起,经理反并购(以 MBO 的形式)接连不断。今天的中国正处于向市场经济的转型期,公司治理问题则表现为大股东,以及经理人利用所

掌握的控制权侵犯中小投资者的利益。

冯玫博士的《公司治理与中小投资者利益保护》一书，是在其博士论文基础上经过修改和补充出版的一本专著。该书从公司治理多方参与者行为分析入手，对中小投资者利益保护作了系统深入的研究，分析视角新颖，拓展了投资者保护的研究领域。全书视野开阔，结构合理，逻辑清晰，内容丰富，资料翔实，是研究我国公司治理问题的一本值得参考的、很有价值的读物。

公司治理与投资者利益保护，在理论上似乎不存在直接的关系，但是，在实际中，投资者利益保护与公司治理却有着非常密切的关系。在全球范围内，虽然由于公司治理结构参与方的多目标性，不同价值取向的参与方行为使得公司治理结构问题变得复杂化，但投资者权益的保护一直是公司治理的核心问题，也是公司治理所要实现的基本目标。投资者，尤其是广大中小投资者，在获取信息和开展交易等方面，处于相对弱势的地位，如果他们的利益无法得到公正有效的保护，丧失了投资信心和热情，就会撤离资本市场。

我国的投资者结构有着不同于成熟市场经济国家的特征：一方面，我国的资本市场是以个人中小投资者为主的新兴证券市场，另一方面，国有股权又占据主导地位。这使得原本应由市场选择决定的公司治理问题演变为投资者与政府、中小投资者与大股东以及投资者与经理人之间异常复杂的多元博弈关系。因此，公司治理中参与方行为对中小投资者权益的影响问题，不但是目前学术界和政策制定部门以及行政监管部门普遍关心的问题，其合理解

决也是企业提高经营绩效的中心环节。

但是,通常对中小投资者利益保护问题的研究,多集中于资本市场和法律规范方面。虽然近年来人们开始注意到公司治理结构与投资者保护的关联,但一般只是归结于某一个参与方,如大股东方面。

冯玫博士的这本书,即基于公司治理的投资者利益保护研究,运用管理学和经济学的相关理论,在前人大量研究成果的基础上,采取理论分析和实证分析、历史分析和现状分析、定性分析与定量分析相结合的方法,全面研究了公司治理结构参与主体的演进与中小投资者地位的变化,剖析了我国上市公司治理结构的现状和存在的主要问题,从公司治理中多方行为主体的行为方式与中小投资者利益保护的相关性角度,探讨了公司治理的机制以及中小投资者权益保护的制度安排,并结合其他市场经济发展比较成熟的国家和地区的实践经验,提出了适合我国现行公司治理结构特点的多元利益导向下的中小投资者权利保护机制和政策选择。

在理论分析方面,本书一方面对公司治理的一般理论,特别是公司治理结构参与方行为问题进行了比较系统的归纳和评述;另一方面就投资者利益保护的理论基础,如法律监管、政治、历史、文化与投资者利益保护关系的研究、公司治理与投资者保护关系的研究等,进行了动态的描述和分析。尝试将公司治理理论与投资者利益保护理论有机地结合起来进行分析和研究,并以此奠定了全书的理论基础。

在历史分析和现状分析方面,主要把握两个界面:一

是我国公司治理结构参与主体的演进历史与现状分析;二是我国中小投资者的地位变化和利益受损的现状分析,特别是运用大量资料对中国上市公司大股东利用控制权侵害中小股东的行为进行了实证分析,从而阐明中小投资者利益保护的意义。

总之,该书从公司治理多方参与主体的行为入手,分析了股东、董事、经理人员之间的利害关系以及相应行为选择对中小投资者利益的影响,并从制度安排角度给予分析和解释,有一定的启发意义。在此基础上,作者提出的适合我国现行公司治理结构特点的多元利益导向下中小投资者权益保护机制和政策选择,颇具创新见解。

《公司治理与中小投资者利益保护》一书的出版,在我国众多公司治理研究领域又增添了一项新的成果。我认为,此书是值得推荐给广大读者的。

张仁德

2006年5月于南开园

第一章 问题的缘起、意义与方法	1
第一节 问题的提出和研究的意义	1
一、投资者保护与公司治理	1
二、公司治理结构参与方行为与中小投资者保护	3
第二节 研究思路、内容体系和创新	6
第二章 中小投资者利益保护的理論脉络	9
第一节 中小投资者及其保护的范畴	9
一、中小投资者	9
二、中小投资者难题	10
三、中小投资者利益保护	13
第二节 投资者利益保护的历史与现状：理论综述	16
一、法律监管与投资者保护关系的研究	17
二、政治、历史和文化与投资者保护关系的研究	19
三、公司治理与投资者保护关系的研究	20
四、国内学者对投资者保护的研究综述	27
第三节 中小投资者利益保护的意义	30
一、中小投资者保护与证券市场的运行和发展	31

二、中小投资者的劣势地位与其相应保护的必要性	38
三、投资者保护与资源配置效率	40
四、我国中小投资者的现状、地位及保护	41
第三章 公司治理结构参与主体的演进与中小投资者地位的变化	48
第一节 公司治理结构参与主体的演进与目标扩展	49
一、私人合伙制企业的“人合”因素及运作	49
二、以公众合伙为特点的股份公司扩展了治理结构的参与方	50
三、以混合目标为特点的上市公司使治理结构问题社会化	52
第二节 上市公司治理结构的参与方	54
第三节 我国上市公司治理结构的历史演进	59
一、我国上市公司治理结构的历史演进	59
二、我国上市公司治理结构的现状和存在的主要问题	61
第四节 上市公司治理结构参与方行为与中小投资者地位的变化	68
第四章 经理行为与中小投资者利益的相关性研究	73
第一节 公司经理	73
第二节 经理与投资者的委托代理关系	76
一、经理与投资者利益冲突的行为特征及代理成本	76
二、委托代理关系中的博弈	79
三、投资者与经理利益冲突的原因	81
第三节 公司经理行为对中小投资者利益的影响	82

第四节 公司经理的约束机制与中小投资者利益保护	85
一、股东与股东大会约束	85
二、董事与董事会约束	86
三、监事与监事会约束	88
四、职工和工会（职代会）约束	88
五、独立董事制度约束	89
六、经理市场约束	91
第五章 控股股东行为与中小投资者	93
第一节 公司的控股股东	93
第二节 公司控股股东行为及其对中小投资者的侵害	98
一、控股股东的利益实现对上市公司及中小投资者的侵害	98
二、控股股东利益实现与中小投资者利益受损模型	102
三、控股股东与经理人的“共谋”（一）——经理人的高比例持股信号	105
四、控股股东与经理人的“共谋”（二）——控股股东的监督收益与控制权收益	107
第三节 控股股东对中小投资者的侵害度研究	111
第四节 作为控股股东的机构投资者对中小投资者的影响	113
一、机构投资者与经理的博弈	114
二、机构投资者参与公司治理对中小投资者保护的影响	122
第六章 上市公司董事会行为与中小投资者利益	125
第一节 董事会与投资者的关系：信任托管	125

第二节 董事会在公司治理结构中的职能和缺陷	128
一、董事会的职能及其行使	128
二、董事会的缺陷	130
第三节 董事会与经理人员的“共谋”行为对中小投资者利益的影响	132
一、董事会——经理“共谋”的原因	133
二、董事会——经理“共谋”对中小投资者的影响	136
第四节 董事会治理与中小投资者保护	136
一、董事会的缺陷与对投资者利益的损害	137
二、董事会治理对中小投资者利益的影响	137
第五节 独立董事制度与中小投资者保护	139
一、独立董事制度对中小投资者保护的作用	142
二、完善独立董事制度的途径	144
第七章 一些国家和地区投资者保护的政策和措施	147
第一节 致力于保护投资者利益的制度建设	147
一、美国的证券投资者保护公司	149
二、日本有关公司治理结构对投资者保护的动向	149
三、欧洲的股东代表诉讼制度	151
四、中国台湾投资者保护的立法经验	152
第二节 国外证券投资者赔偿制度的发展与完善	153
一、投资者赔偿制度的意义	154
二、法律基础	156
三、组织模式	157
四、赔偿范围及赔偿限额	160
五、赔偿条件及赔偿程序	164

第八章 中国公司治理结构参与方行为特点对中小投资者利益的影响	171
第一节 中国公司治理结构参与方行为特点	171
一、中国上市公司控股股东独特的行为特点.....	171
二、中国国有上市公司经理行为特点.....	182
三、中国国有企业董事会的行为特点.....	189
四、中国国有上市企业的股东、董事、经理之间的权利配置.....	191
第二节 我国中小投资者利益受损状况及原因分析	195
一、制度设计上缺乏前瞻性和可操作性，一些制度建设严重滞后，为侵权者提供了滋生的土壤.....	196
二、制度执行上，存在有法不依、执法不严的现象.....	203
第九章 关于多元利益导向下的中国中小投资者利益保护的思考	209
第一节 国有利益对中小投资者利益的损害与协调	209
一、国有利益对中小投资者利益的损害.....	210
二、国有利益与中小投资者利益的协调.....	217
第二节 中国上市公司经理约束与中小投资者保护	226
一、中国上市公司经理现状及对中小投资者利益的影响.....	226
二、中国经理激励约束设计模型.....	231
第三节 中国董事会的特点与中小投资者利益	233
一、中国上市公司董事会独立性不强、人员构成不合理.....	233
二、中国上市公司董事会职能的放大.....	235
三、外部董事所占比例较低，独立董事的独立性难以实现	

.....	236
第四节 建立适合中国国情的多元利益导向下的中小投资者利益保护机制	236
一、减持国有股,降低股权集中度,建立以市场为基础的公有 股运作机制.....	236
二、完善董事会结构,强化董事会的独立性.....	237
三、建立动态化、长期化激励机制.....	240
四、强化上市公司信息披露,增强公司运营的透明度.....	241
五、倡导股东积极主义,保护中小股东权益.....	242
六、发挥银行和机构投资者的监督作用.....	242
七、培育公司控制权市场和经理人市场.....	243
参考文献	244
后记	257

第一章 问题的缘起、意义与方法

第一节 问题的提出和研究的意义

一、投资者保护与公司治理

公司是现代经济社会物质财富创造的基本主体,公司治理是与公开公司相关的概念;而投资者保护则是与投资对象、证券市场相关的概念。如此看来,两者在理论上似乎没有明确、直接的关联。但实际上投资者保护与公司治理却有着非常密切的关系。从公司法的角度来看,股份的本质是社员权,是构成股份公司这种社团法人的一部分;从证券法或证券市场的角度来看,股票是证券市场中作为主要交易对象的金融商品,而上市公司或发行人无非是股票这种金融商品的制造商。因此,公司经营状况的好坏,直接影响到股票这种金融商品的品质,影响到投资者的利益;投资者利益保护的如何,会直接影响到证券市场的健康发展。对于以混合目标合伙为特点的上市公司^①,虽然由于其参与方的多目标性,不同价值取向的参与方使得公司治理结构问题变得复杂化,但投资者权益的保护一直是上市公司治理的核心问题,也是上市公司治理所要实现的基本目标。

投资者保护源于代理问题。代理问题是指委托人和代理人之间的委托—代理关系,及代理的内部关系问题。斯蒂格利茨指出,委托—代理关系即是“委托人(雇主)如何设计一种报酬体系(一

^① 吴晓求.中国上市公司:资本结构与公司治理.北京.中国人民大学出版社,2003.204

份契约)来驱动另一个人(其代理人)为委托人的利益行事”。代理关系主要涉及委托人如何聘选、激励和监督代理人这三个方面。它的产生是与股份公司股权和管理权相分离联系在一起的。1932年 Berle 和 Means 最早提出“所有权与控制权相分离”的论点^①。

投资者保护的核心内容是防止内部人(管理层和控股股东)对外部投资者(股东和债权人)的“掠夺”(expropriation)。“掠夺”在公司股权比较分散的情况下,主要表现为管理层的机会主义;在股权集中于控股大股东的情况下,体现为管理层和控股股东对中小股东与债权人的双重侵害。控股股东对小股东侵害问题根源于中小投资者相对处于弱势地位,中小投资者弱势地位又是因为小股东和控股股东之间信息不对称,“搭便车”及中小投资者持股比例小从而控制权弱。在很大程度上,公司治理和投资者保护就是外部投资者借以防止权利被内部人剥夺的一套机制。这里的外部投资者指所有的不控制公司的投资者,包括分散的中小投资者、非控股的大股东、小债权人和大债权人。

上市公司由于具有更广泛的投资参与基础和以股票价格变动为核心的财富转移效应^②,使得其治理结构问题更为复杂化和社会化。具体到中国上市公司的治理结构问题,高市盈率、一股独大、操纵市场及投资者成熟度不足等因素的影响,其社会化的特征就尤为明显。

关于公司治理结构的内涵,国内外经济学界有诸多不同的理解。但对于公司治理基本问题的认识,并没有本质的分歧,一般认为,公司治理包括在高级管理阶层、股东、董事会和利益相关

① Berle A., Means G., *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Mcmillan, 1932.119

② 吴晓求,《中国上市公司:资本结构与公司治理》,北京:中国人民大学出版社,2003. 211

者相互作用中产生的具体问题^①。因此,笔者试图从分析上市公司治理结构参与方在相互作用中的行为切入,探究其对中小投资者利益保护产生的影响。

二、公司治理结构参与方行为与中小投资者保护

所谓公司治理结构参与方行为是以公司治理结构参与主体为对象,以博弈研究为主要方法,分析在既定的市场结构下,公司参与方行为的形成机制和运行特点,找出公司治理结构参与方行为与中小投资者权益的内在关联。

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

① 樊炳清. 上市公司治理: 经营者激励约束. 武汉: 湖北人民出版社, 2003. 5

调整外部投资者和公司内部人之间的权力结构起到关键作用，从而直接影响到对于投资者权益的保护程度。

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

早期的股份有限公司中，没有股东大会之类的机构，股东权利缺乏保障。十八九世纪以后，各国公司立法逐渐开始规定股东大会是股份有限公司的最高决策机构，与公司有关的重大事项，股东大会均有权决定。股东会中心主义的目的在于通过股东大会直接干预来实现公司的自我约束与监督，从而保护股东自身的权益不受管理人员的侵犯。从实施效果来看，这一时期股东在公司治理结构中的地位有较大幅度的提高，对投资者的保护也得到了加强。

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

在股权高度分散、缺乏控股股东的情况下，由于单个股东精力、能力有限，在董事会选聘的环节上存在“搭便车”的难题，