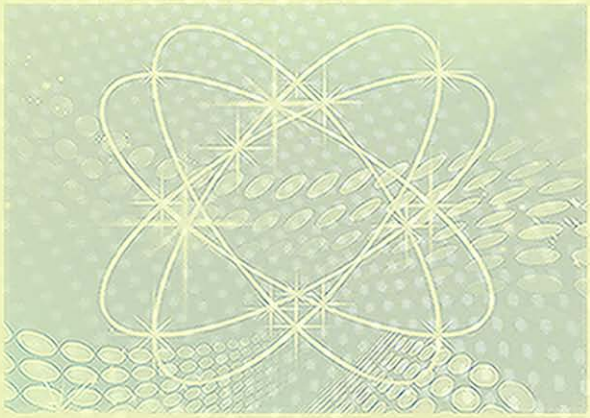
企业证券投资行为治理因素及风险控制
基于中国上市公司的分析

任缙 著



四川人民出版社

图书在版编目（CIP）数据

企业证券投资行为治理因素及风险控制：基于中国上市公司的分析/任缙著. —成都：四川人民出版社，2016.8

ISBN 978-7-220-09899-4

Ⅰ.①企… Ⅱ.①任… Ⅲ.①上市公司-证券投资-投资行为-研究-中国 Ⅳ.①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2016）第 193607 号

QIYE ZHENGQUAN TOUZI XINGWEI ZHILI YINSU JI FENGXIAN KONGZHI

企业证券投资行为治理因素及风险控制

——基于中国上市公司的分析

任缙 著

责任编辑	王 苗
封面设计	解建华
版式设计	戴雨虹
责任校对	蓝 海
责任印制	王 俊
出版发行	四川人民出版社（成都槐树街 2 号）
网 址	http://www.scpph.com
E-mail	scrmcbs@sina.com
新浪微博	@四川人民出版社
微信公众号	四川人民出版社
发行部业务电话	（028）86259624 86259453
防盗版举报电话	（028）86259624
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	四川胜翔数码印务设计有限公司
成品尺寸	146mm×208mm
印 张	8.5
字 数	170 千
版 次	2016 年 8 月第 1 版
印 次	2016 年 8 月第 1 次
书 号	ISBN 978-7-220-09899-4
定 价	18.00 元

■版权所有·侵权必究

本书若出现印装质量问题，请与我社发行部联系调换

电话：（028）86259453

序

任缙博士的学位论文经修改后付梓出版之际，邀我作序，作为她的导师，对她的论文能够顺利出版，表示祝贺，作序当然欣然从之。

长期以来，国内外有一个中国股市走势之谜，即中国的股市不仅未能反映经济的发展态势，反而经常与宏观经济走势相悖。其中，股价的暴涨暴跌，特别是暴跌引起的股价崩盘风险，受到了监管层、媒体以及学术界的广泛关注。1996 年以来，中国已发生五次股灾。2015 年 6 月 19 日，沪指重挫 6.42%，沪深两市近千股跌停。7 月 27 日，A 股再次暴跌近 8.5%，创下 8 年多来单日跌幅的最高纪录。股灾对很多投资股市或曰炒股的人和企业来说，都似经历一场一场的“梦魇”，不论是对个人和企业，还是对国家，都造成了灾难性后果。2015 年的股灾，更是带动了全球范围内的股市大跌。

中国股市缘何长期背离“经济晴雨表”的角色？为什么中国股市经常出现一泻千里的持续性暴跌？著名学者弗兰克林·艾伦（Franklin Allen）及其合作者在 2015 年的一篇工作

论文中一针见血地指出，中国股市走势之谜的根本原因在于中国上市公司质量不高，不少公司在上市过程中存在着造假和欺诈，从而导致上市公司鱼龙混杂，大量质量不高的公司获得上市资格。从中国上市公司暴露出来的各种问题来看，艾伦等人的观点具有很强的现实基础，“银广夏”“绿大地”“万福生科”“德隆系”“中信证券”等一连串的事件以及股灾反复印证了这一点。通观中国企业的各种造假和欺诈案例，我们不难发现这些公司的共同特点之一就是公司治理的极不规范，尤其是缺乏责任机制并导致风险意识严重缺失。

何谓公司治理？公司治理的实质是各利益相关者之间的权利安排、利益分配及责任机制问题，是通过一系列制度规则来规范以股东为核心的各利益相关者之间的相互制衡关系。公司治理涉及投资者权益保护、信息披露、财务治理、董事会治理、企业家能力及选择、高管薪酬、社会责任、政府监管等问题。在中国现实的资本市场上，上市公司更多的是强调权利和利益，而经常忽略责任，责任机制严重缺失，导致企业风险重重，最终损害各利益相关者利益和企业的可持续发展。

根据我所主持完成的“中国公司治理分类指数”，在2015年对中小投资者权益保护、董事会治理和财务治理的评价中，中小投资者权益保护指数平均为44.62，董事会治理指数平均为50.34，财务治理指数平均为53.14；在2014年对自愿性信息披露和企业家能力的评价中，自愿性信息披露指数平均为41.70，企业家能力指数平均为33.48（高明华等，2014a，

2014b，2015a，2015b，2015c)。从这组数据可以看到，中国公司治理的各个方面都处于很低水平，治理风险很高。

中国上市公司的风险体现在很多方面，但突出的风险是通过上市“圈钱”，并把“圈”来的钱更多地再用来进行证券投资，而不是通过规范公司治理来实现企业的可持续发展，从而导致主业发展严重受损，不仅企业发展后劲乏力，也使整个资本市场置于风险的“熔炉”中，严重挫伤投资者的投资热情。

风险需要防范。如何防范风险，人们众说纷纭，但很多人给出的建议属于表象，治标不治本。企业风险，尤其是上市公司的风险，必须从公司治理方面下功夫，因为公司治理是治本之策。

本书从股权结构（投资者权益保护）、董事会治理、财务治理和企业家能力等公司治理的四个方面，分析了它们对企业证券投资风险控制的有益影响，即公司治理有助于企业控制证券投资的风险。以下从这四个方面，谈谈我的一些认识。

一、关于投资者权益保护

投资者权益保护是一个世界性话题，也是一个悠久的话题，但只是到了20世纪初，这个问题才变得严峻起来，此时出现了严重的代理问题，即内部人或管理层控制问题。据伯利和米恩斯（阿道夫·A.伯利和加德纳·C.米恩斯）在1932年出版的《现代公司与私有财产》一书中提供的资料，1930

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com

年，美国200家大公司中的65%和资产的80%由经营者支配着，尽管经营者支配公司并非一定会给公司带来灾难性后果，但这种危险的确存在，而且有很多现实的例证。20世纪60年代以来，公司所有权和经营权的分离及经营者支配公司进一步加剧。在美国，20世纪60年代初，经营者支配公司的资产占200家非金融企业总资产的85%；在日本，1970年303家最大非金融公司的50%、29家最大金融机构的90%被经营者支配；英国1975年最大的250家公司中有43.75%、德国1971年最大的150家制造业和商业企业中有52%被经营者支配。在这些公司的董事会中，经理人员占了多数，受聘于公司所有者的经营管理者反过来最终控制公司，由此导致的因偏离企业利润最大化目标而造成的各种弊端也越来越引起人们的关注。对于经营者控制的产生，伯利和米恩斯将原因归结为股权分散化，即随着股份的分散化，股东对公司的权力（包括收益权和支配权，尤其是支配权）也随之弱化。在这种情况下，“毫无控制力的财富所有权，与毫无所有权的财富控制力，便成为股份公司发展的必然结果”（伯利和米恩斯，1932）。

对于英美等海洋法系国家，由于股权分散，很少存在大股东，因此投资者权益保护主要是针对经营者的侵害。尽管一些公司也有控制性股东，但其控制力很弱，主要是因为美国是具有反垄断传统的国家，美国公众向来对财富因集中和垄断而压抑公平竞争的现象感到反感，所以政府顺应民意制定了许多限制持股人持股比例的法案。

对于日、德等大陆法系国家，尽管有大股东，但日、德的法人（大股东）之间交叉持股，淡化了大股东对公司决策和经营的参与。在日、德等国家，法人间相互持股并不以经营者对股东更负责任为要旨，而是旨在加强公司与公司、银行与公司间的长期关系。因此，日、德等大陆法系国家的投资者权益保护也主要是针对经营者的侵害。

中国上市公司的“一股独大”是一道奇异的“景观”，由此，对投资者权益保护应主要是针对中小投资者，因为中小投资者可能会遭遇双重侵害：一是大股东的侵害；二是经营者的侵害。但现实中，两种侵害往往是一种侵害，即都是大股东侵害。对于国有控股公司，由于国有大股东并不是真正的出资人，而只是最终出资人的代理人，因此，国有大股东很容易和经营者形成“合谋”；对于非国有控股公司，则通常是创始人或家族“一股独大”，经营者也是创始人或家族的“内部人员”，因此，与国有控股公司一样，也会形成大股东和经营者的“合谋”。大股东和经营者“合谋”对中小投资者的侵害更严重，因为他们不受约束。“圈钱”“利益转移”“资金占用”“内幕交易”和不合规的“关联交易”之所以在中国大行其道，就是因为大股东和经营者“合谋”的原因。

如何保护投资者权益？资本市场发达国家主要依靠完善的法律，如美国在 20 世纪 60 年代就拉开了有关公司治理立法的序幕，有关投资者权益保护的法律法规相继出台，像 60 年代民事诉讼法中的“集体诉讼”条款、70 年代的《与腐败

无关联法案》、80年代的《内幕交易处罚法》和21世纪初的《公众公司会计改革与投资者保护法案》（即萨班斯—奥克斯利法案）等，这些法律大大提高了经营者侵害投资者权益的成本，极大地震慑了经营者的违规行为。

而在资本市场不甚发达的国家，如日本、德国，一方面通过法律规范，另一方面则通过股东之间的相互制衡，来防止经营者对股东利益的侵害，以及大股东对中小股东的侵害。相对控股模式被认为是最有利于在公司经营不利的情况下更换经理人员的一种股权结构。原因在于：首先，由于相对控股股东拥有的股权比重较大，因而他有动力发现公司经营中存在的问题，并且对经理人员的更换高度关注；其次，由于相对控股拥有一定的股权，他有可能争取到其他股东的支持，使自己提出的代理人能够当选；再次，在公司股权集中程度有限的情况下，相对控股股东的地位容易动摇，他不大可能强行支持自己所提名的公司原经理人员。因此，就总体而言，与高度分散和高度集中这两种股权结构相比较，相对控股模式更有利于发挥公司治理的作用，从而能够更有效地促使经理人员按股东利益最大化原则行事，并实现公司价值最大化。

中国的资本市场还很不成熟，法律规则也很不健全，“一股独大”的股权结构仍很突出。有人认为中国资本市场上的“一股独大”已经基本不存在，原因是绝对控股公司数量已经大幅下降，而相对控股公司数量则大幅上升，不少公司的第一大股东持股比例已经下降到50%以下甚至更低，怎么是

“一股独大”呢？这显然对“一股独大”存在误解。其实，是否存在“一股独大”，不在于第一大股东持股比例是否降到了50%以下甚至更低，而在于其他股东是否对第一大股东形成了制衡。在资本市场不成熟、法律规则也不健全的情况下，股东之间的制衡关系便直接影响着大股东和经营者对中小股东的侵害程度，以及可能产生的经营风险。当然，防止侵害和其他经营风险的发生，股东之间的制衡只是一个方面，更重要的是需要保持资本市场的透明，以及完善法律规则。但在短期内，其他股东对大股东的制衡确实可以对企业决策风险产生抑制作用。

二、关于董事会治理

董事会治理是指董事会作为治理主体，如何通过一系列正式或非正式制度安排，通过有效治理，实现委托人的利益诉求和公司的可持续发展。董事会治理的主要内容包括：(1)董事会作为代理人如何做到对委托人尽职尽责；(2)董事会作为决策者如何做到科学决策；(3)董事会作为监督者如何做到监督到位而不会被经营者（被监督者）所干扰；(4)董事会作为利益主体如何做到既有动力又不被利益所“俘虏”(激励与约束)（高明华，2015a)。这四点主要内容可以概括为三点：一是代表股东进行科学的决策；二是对管理层进行独立的、有效的监督；三是要确保公司和股东对董事会的问

责制度。前两者是董事会的职能，第三点是确保两个职能得以有效履行的保证。

对于上市公司来说，由于存在多元产权主体，董事会具有尤为重要的意义，可以说，董事会是上市公司的核心治理机关。由于董事会是全体股东在公司中的代理人，因此，各国公司法都规定选举董事的权力只能属于股东，即由股东大会选举产生董事会，而不是其他任何人，同时享有对董事会的监督权。董事会代表全体股东负责公司的战略制定和对管理层进行有效监督，这是股东赋予董事会的两大职能和权力。为保证董事会对经营层的有效监督，董事会必须独立于经营者，并使董事会为自己的行为独立承担责任，各国的公司法也体现了这一点。

然而，在中国目前现实中，股东大会选举董事会更多地是走形式。对于国有控股公司来说，则基本上是国资委或组织部门提出人选，然后再通过股东大会“选举”，而这种“选举”几乎没有落选的可能性。在这种情况下，股东大会选举董事的动力大大减弱，尤其是小股东，通过股东大会表达自己诉求以及选择自己的代理人成为一种难以实现的奢求。

对于“一股独大”的公司，在很大程度上，董事会实际上是一个虚置或被架空的角色，其中一个突出问题表现在董事会职能和经营层职能的混同。在中国绝大部分公司，董事长被确定为公司的法人代表，被视作公司的“一把手”，是董事和总经理的领导者，董事长的权力要高于总经理。其实，公司治理的真谛是契约，契约的真谛是各利益主体法律地位

平等基础上的谈判，公司治理正是基于这种契约来规范的。换言之，公司治理层是没有“一把手”概念的，“一把手”概念仅存在于经营层。根据《公司法》，董事长由董事会选举产生，外部董事或独立董事也可以担任董事长。而董事会是一个会议体，董事的权力是平等的，董事长并非一定是公司的法人代表，他（她）仅仅是“董事会的发言人”或“董事会召集人”，并不是凌驾于其他董事和总经理之上的领导者。董事长的职权具有组织、协调、代表的性质，且限于董事会的职责范围内。向总经理授权进行企业正常经营管理工作的是董事会而不是董事长。

董事长成为“一把手”，其本质是把董事长职能置于与总经理职能等同的位置，不同的只是前者是“一把手”，后者是“二把手”，于是，董事长作为董事会成员所承担的监督角色与经营者作为被监督的角色一体化了，在两个职务为同一人的情况下，这种一体化更加突出。在“一股独大”的公司中，如果董事长来自第一大股东，因其是“一把手”，那就很可能把第一大股东的意志强加于中小股东，这无疑会破坏公司治理层的契约关系和法律权利平等原则。

从董事会构成上看，执行董事（内部董事）和外部董事（独立董事和外部非独立董事）基本上是 2∶1 的比例，这也是董事会和经营层的职能混同的重要原因。2/3 的执行董事意味着董事会中绝大部分都是经营者。在这种情况下，尽管董事长和总经理等负责人都是第一大股东委派的，但仍容易形

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com

成内部人控制，信息的不对称更加剧了这种内部人控制。

不难看出，中国上市公司董事会治理的不规范非常突出。董事会要做出科学决策，并能够有效防范风险，就必须充分认识并尊重董事会的两个职能和独立性。这是两个密切相关的问题，董事会两个职能的实现有赖于其独立性，只有实现独立性，董事会的决策才会审慎而科学，董事会对管理层的监督才会有效。而要做到独立性，首先要使独立董事的比例至少达到50%；其次独立董事要来自职业经理人市场，而不是来自高校、研究机构和曾经的公务员，因为只有来自职业经理人市场的独立董事才会受到市场的约束；再次，独立董事不以薪酬为激励手段，对其激励主要是声誉激励，不过，这同样有赖于透明的、有约束力的经理人市场的健全；四是董事会必须具有独立选聘总经理（CEO）的权力；五是董事会必须充分认识到，他们要对股东和公司承担受托责任，就是说，他们是作为股东和公司的代理人而存在的，他们必须服务于股东和公司整体利益，要对自己的决策和监督失误承担独立责任。在这样的制度安排下，董事会的决策和监督失误将会大幅减少，防范风险的能力将会大幅提高。

三、关于财务治理

财务治理是关于企业财权配置、财务控制、财务监督和财务激励的一系列正式和非正式制度安排。财权配置是指财

务决策权在各个财务主体之间的配置和落实；财务控制是指财务权力的执行过程，包括企业的内部控制体系和风险控制体系；财务监督是指对财务权力执行的监督，包括企业内部监督机制和外部监督机制；财务激励是指对财务主体投入的回报。财权配置是财务治理的核心和基础，合理的、有效的财权配置能够协调各个利益相关者的利益，从而有利于形成合力；财务控制和财务监督是手段，前者重在财权执行，后者重在对财权执行的监督；财务激励是财权执行的结果，财权最终要落实在利益方面，没有财务激励，各财务主体就不可能形成合力。财务治理的四个维度，不是独立发挥作用的，它们共同构成了财务治理系统，只有系统性地发挥作用，才能保证企业的健康和可持续发展。

这里特别分析一下财务控制问题。

健全的财务控制能够从程序上保证财务信息生成的合法、合规，提高财务信息的真实性和准确性，从而保证财务主体（尤其是董事会和经理层）决策的科学性和可行性。然而，中国上市公司的财务控制却仍处于很低水平。自 2011 年起，我们三次对中国所有上市公司的财务治理水平进行评估，其中在财务控制分项指数上，存在明显的下滑趋势。2010 年，财务控制指数为 56.53 分，及格率（60 分及以上）为 47.04%；2012 年，财务控制指数为 57.20 分，及格率为 50.39%；2014 年，财务控制指数下滑到 45.50 分，及格率则下降到 21.96%（高明华等，2015c）。相对于 2010 年和 2012 年，

2014 年财务控制水平下降幅度令人惊讶。

财务控制是内部控制的核心内容，是财务风险防范的重要机制设计。内部控制的实质是公司为了保证战略目标的实现，而对公司战略制定和经营活动中存在的风险予以管理的相关制度安排，它是由公司董事会、管理层及全体员工共同参与的一项活动。2006 年，上海证券交易所和深圳证券交易所先后发布上市公司内部控制指引，明确推动内部控制制度在上市公司的实施。但是，我们发现，上市公司对待内控制度的态度千差万别，有些公司确实采取了相应的内控措施，并做到定期评估，但大部分公司还没有真正认识到内控制度的重要性，只是敷衍了事。

我们不妨看看 2010 年、2012 年和 2014 年三个年度财务控制指数的一些具体指标的变化（高明华等，2015c）。董事会或股东大会定期评估内部控制的公司占比从 2010 年的 73.75%提升到 2012 年的 79.04%，2014 年又进一步提升到 84.41%。按理说，这是一个向好的变化趋势，然而，其他一些指标趋于恶劣的变化却反映了董事会或股东大会对内部控制的评估只是徒具形式。例如，各专门委员会能够在内部控制中发挥作用的公司占比从 2010 年的 67.02%下降到 2012 年的 43.91%，2014 年又进一步下降到 39.34%；董事会或股东大会详细披露内部控制措施的公司占比从 2010 年的 57.49%下降到 2012 年的 49.01%，2014 年又进一步下降到 40.05%。风险控制委员会作为防范财务风险的重要治理机构，对独立

董事比例的要求一般要达到2/3，但令人遗憾的是，符合该条件的公司占比却从2010年的0.99%下降到2012年和2014年的0.48%。即使不考虑独立董事在风险控制委员会中的比例，仅仅考虑是否设置了风险控制委员会，则2010年的公司占比也仅仅为4.01%，2012年有所上升，为5.19%，但2014年又下降到3.50%。另外，披露可预见的财务风险因素的公司占比在2012年曾有大幅度提升，从2010年39.72%提升到2012年的80.21%，但2014年又下降到74.86%。可以看到，财务控制中的不少指标非常不理想，尤其是设置风险控制委员会的公司，甚至可以忽略不计。

财务控制水平的低下与中国相关立法的滞后密切相关。立法滞后意味着财务控制水平低下或不到位不会遭到相应的法律处罚，或者说，财务控制的违法成本非常低。在此，我们不妨看看美国的财务控制立法。2002年6月，美国通过《公众公司会计改革与投资者权益保护法案》（㊞Sarbanes-Oxley Act㊟，简称SOX法案），将内部控制（财务控制）提到了一个至高无上的威严地位。SOX法案有三个方面备受关注：一是建立公众公司会计监察委员会，对会计师事务所提供的上市审计服务进行监管；二是对上市公司高管人员的造假行为予以重罚；三是在美上市企业必须建立内部控制体系。SOX法案被认为是美国自20世纪30年代经济大萧条以来涉及范围最广、处罚措施最严厉、影响力最大的上市公司内部控制法案。如此之大的监管力度，使得企业违规的成本极高，

这无疑会促使企业努力降低决策失误，避免风险发生。

中国的内部控制和财务风险管控制度，一直是公司治理的“软肋”，“银广夏事件”“五粮液关联交易案”“光大证券内幕交易案”“中信证券内幕交易案”等相继出现因内部控制失效而造成的公司和投资者（尤其是中小投资者）重大财产损失的案件，处理的力度都令投资者失望。尽管我们也存在一些内控和风险管理制度，但执行不力却是众所周知的事实。

加强财务控制以规避财务风险，需要多个利益相关主体共同努力。从资本市场监管角度，监管者需要进一步加强规制约束，尤其是加快立法步伐；从投资者角度，投资者需要充分认识到财务控制与自身利益的重大关联，积极参与财务控制制度的建立和完善；从董事会角度，董事会需要明确自己在财务控制制度中的地位和作用；从管理者角度，高层管理者需要动员公司员工积极参与财务控制的每个环节；从第三方角度，媒体需加大对违规行为的披露力度；从研究机构角度，需要建立一套系统完善的财务控制评价体系，客观评价上市公司的财务控制水平，为监管者、企业和投资者提供决策参考，并使他们及时发现潜在的财务风险。其中，完善财务控制制度体系并且执法到位最为根本，由此才能使财务风险降至最小，将财务危机消灭在萌芽状态。

四、关于企业家能力

对于一个特定企业来说，企业家是一个群体，但关键的是总经理，而不是董事长。从委托代理角度来看，董事会作为股东的代理人负责企业战略决策和对经理层进行监督，董事长只是董事会的召集人，因此，应在厘清董事会职能的前提下，高度重视总经理的独立性和能动性。应明确企业的企业家不应是董事长，而是总经理。董事会（包括董事长）负责监督，但监督不是干预，要充分发挥总经理的能动性。为此必须给予其独立性，包括赋予独立权力和独立承担责任。在企业家的选聘和考核上，在加快推进职业经理人市场建设的基础上，要通过职业化的经理人市场来选择企业家。

要选择到高能力的企业家，就必须赋予董事会独立选聘总经理的权力，并对选错总经理独立承担责任。对于上市公司，不管是谁控股，根据《公司法》，股东（包括控股股东）均没有选择以总经理为代表的经营者的权力，经营者皆须由董事会来选择和聘任，否则，董事会中的任何董事都不会为他选错经营者而负责任。而股东由于身处企业之外，更承担不了这样的责任，即使有责任，股东（尤其是控股股东）也难以受到惩罚，况且《公司法》也没有规定股东要承担选错经营者的责任。

董事会拥有独立选聘总经理的权力是促使董事会选聘高

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com