

研究报告

RESEARCH REPORT

股份全流通后上市公司高管行为变化及监管研究

课题研究员 吴林祥



深圳证券交易所综合研究所

2007.11.12 深证综研字第 0158 号

内 容 提 要

股份全流通是我国资本市场的基础性制度变革，改变了上市公司运行的体制基础，不仅促使持有原非流通股的大股东行为发生根本性转变，而且导致高管行为发生重大变化。本报告研究股份全流通后上市公司高管行为的变化趋势，包括导致高管行为发生变化的主要因素、高管行为变化的具体方式等，为进一步完善上市公司高管监管提供对策建议。有关内容如下：

1. 高管类别很大程度上决定了高管行为的特点。控股股东“虚化”或不存在控股股东的“内部人”高管、持股高管、被实施股权激励的高管及国有控股公司高管的行为更趋复杂，给高管监管带来新挑战，因而是本文的研究重点。

2. 股份全流通后，市场环境、股东（特别是控股股东）行为以及高管自身利益构成等主要因素都发生深刻变化，从而导致上市公司高管行为也随之发生重要变化：

（1）在市场环境变化方面，上市公司被并购接管的可能性增大，促使高管一方面更勤勉尽责以降低被“炒鱿鱼”的可能，另一方面则尽量为其被替换提供保障，如设置“金降落伞”等条款；机构投资者比重逐渐增加虽可能有利于强化对高管的监督，但也便于高管与机构投资者相互串通、利用信息优势谋取不当利益。

（2）在股东（特别是控股股东）行为变化方面，股东利益与上市公司利益更紧密，导致控股股东可能赋予高管更大的经营决策自主权，使高管的独立性进一步增强、更注重上市公司价值最大化；控股股东可能更支持完善公司治理结构，这在改善高管实施经营管理环境的同时，也增大了高管实施内部人控制取得不当利益的难度；控股股东中民企和个人股东逐渐增多，迫使高管高度关注公司股价变化及其对控股股东价值最大化的影响。

（3）在高管利益变化方面，股权激励彻底改变了高管利益构成，导致本公司股价对高管利益影响巨大，高管有动机在特定时机以某种方式影响公司股价。

3. 股份全流通后高管行为变化的主要方式包括六个方面，这些变化对于具有实际控制权的“内部人”高管来说尤为明显：

(1) 滥用股权激励。高管有动机通过盈余管理甚至财务舞弊等来达成股权激励计划中规定的各项指标、以及操纵股价以高价卖出股票；股权激励甚至成为国有控股公司的“内部人”高管“掏空”上市公司的利器。

(2) 变相管理层收购。管理层转向购买上市公司优质子公司的非流通股份，间接实现管理层收购，以期未来通过高额分红、高价转让给上市公司、或子公司分拆上市后在二级市场高价套现等方式获利。

(3) 利用内幕消息谋取不当利益。高管除了利用内幕消息直接或间接进行内幕交易外，还可能为了自身利益而进行选择信息披露，对象包括控股股东、机构投资者、相关政府部门以及其他特殊投资者。

(4) 与强势投资者合谋操纵市场。股改后控股股东与高管都存在强烈的“做多”冲动，与机构等强势投资者合谋操纵市场的动机有所增强，通过制造更多“题材”甚至发布根本子虚乌有的虚假消息，以及公开信息披露时机选择、盈余管理等手段来影响股价走势，炒作本公司股票甚至操纵市场。

(5) 设置金降落伞等过度保护条款。为高管提供数倍于市场正常水平的解雇补偿金的“金降落伞”条款可能被高管滥用以提供过度的管理层保护，应对来自上市公司并购可能性增大带来的威胁。

(6) 违规买卖本公司股票，主要包括买卖股票时间间隔违反规定、卖出股票比例超出规定等两方面。

4. 股份全流通后高管行为变化的监管对策主要包括四个方面：

(1) 尽快制定上市公司高管行为准则，细化高管的法律责任和诚信义务，促使高管更加勤勉尽责地履行其经营管理职责；进一步完善高管信息披露制度，建立统一平台集中披露高管持股变化、违规受处罚情况、任职情况、离职后去向等相关信息，增强投资者对上市公司的知情权。

(2) 为防范财务舞弊行为，应进一步完善会计架构以限制高管进行盈余管理的空间，并完善财务舞弊责任制度、加大高管财务舞弊的惩处力度。

(3) 高度重视股权激励合规性监管，防止股权激励的负面作用，包括加强对公司治理和内控制度的监管和评价，明确股权激励要素的确定标准、对高管的考核应建立一套科学的动态考核体系，以及建立股权激励非法所得返还机制等三个方面。

（4）完善处罚体系。现行行政处罚存在着处罚力度过低、时效性不足等两个缺陷，而非处罚性监管措施具有监管效率高和时效性强的重要优势，因此，完善非处罚性监管措施、提高威慑力，可以构筑起高管行为监管的第一道屏障。此外，取消证券民事赔偿诉讼的“前置程序”、扩大证券民事赔偿诉讼的范围和引入集团诉讼机制等，也有助于强化司法审判对高管的约束力。

关键词：股份全流通 高管行为变化 股权激励 高管监管

目 录

导言	1
一、上市公司高管类别及其行为特征	1
(一) 高管分类及行为特征	2
(二) 高管行为研究的两个方向	5
二、导致上市公司高管行为变化的主要因素	6
(一) 股份全流通导致上市公司并购环境变化	6
(二) 投资者结构变化，机构投资者比重逐渐增加	7
(三) 股份全流通导致股东利益与上市公司利益更紧密	8
(四) 控股股东性质变化，民企或个人逐渐增多	8
(五) 控股股东对完善公司治理结构的态度变化	9
(六) 控股股东对高管的考核体系变化	9
(七) 股权激励彻底改变高管自身利益构成	10
(八) 公司股价变化直接决定高管所持股份的实际价值	11
三、股份全流通后高管行为变化的主要方式	13
(一) 滥用股权激励	13
(二) 变相管理层收购	15
(三) 利用内幕消息谋取不当利益	16
(四) 与强势投资者合谋操纵市场	19
(五) 设置金降落伞等过度保护条款	20
(六) 违规买卖本公司股票	22
四、股份全流通后高管行为变化的监管对策	24
(一) 制定高管行为准则，进一步明确高管行为规范	24
(二) 完善会计架构和财务舞弊责任制度，防范财务舞弊行为	26
(三) 高度重视股权激励合规性监管，防止股权激励的负面作用	27
(四) 完善处罚体系，提高处罚对公司高管的约束力	28
附件(一) 股份全流通后我国上市公司高管行为变化案例	31
附件(二) 美国上市公司高管行为及监管措施	34
参考文献	37

导 言

股份全流通是我国资本市场的基础性制度变革，改变了上市公司运行的体制基础，导致控股股东、上市公司及其高管、投资者等市场主体行为也随之发生变化。一方面，在公司相关利益机制形成后，上市公司高管的行为可能更自律与规范，在股权激励或所持股份可以有条件流通的前提下，高管可能更关心本公司股票的市场表现，更注重公司的长期发展；另一方面，股权激励等使高管利益构成更加多元化，高管可能会利用控股股东“做多上市公司”意愿空前强烈的机会，进行违规买卖股票、滥用股权激励、内幕交易、市场操纵等种种不良行为，以实现个人利益最大化。为此，有必要研究股份全流通后上市公司高管的行为变化趋势，包括影响高管行为变化的主要因素、以及高管行为变化的具体方式等，为进一步完善上市公司高管监管提供对策建议。

一、上市公司高管类别及其行为特征分析

高管管理人员¹（以下简称高管）负责上市公司经营决策和日常管理，其行为直接影响公司的规范运作和经营质量，历来是上市公司监管的重点内容。高管行为集中体现了上市公司（实际上是全体股东）、控股股东、相关利益者、以及高管自身等多个利益主体之间的冲突，具有复杂性与易变性：首先，对于不同类别的高管，各利益主体之间的冲突程度及侧重点存在差异，因而高管类别直接影响高管行为特征；其次，股份全流通极大地改变了影响高管行为的主要因素，导致某些类型高管的行为发生深刻变化。因此，分析高管类别及其行为特征，特别是股份全流通后的主要变化，有助于及早判断高管行为变化的趋势并相应调整监管重点。

¹ 根据新《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）第二百一十七条的规定，高级管理人员是指公司的经理、副经理、财务负责人，上市公司董事会秘书和上市公司章程规定的其他人员。这是一般意义所指的“狭义”高管范畴。除此之外，上市公司董事、监事也参与公司的经营管理活动，因而被纳入“广义”高管范畴。本文所指的上市公司高管属于广义的高管范畴，包括上市公司董事（董事长、董事、独立董事）、监事、总经理、副总经理、财务总监、董事会秘书等。

（一）高管分类及行为特征

针对高管行为的复杂性，有必要将高管分为不同类别并分别考察其行为特征。我们认为，与控股股东的关系、是否持股、公司是否实施股权激励以及公司股权性质等都导致高管行为产生根本性的、重大差异。

1. 无控股股东高管、控股股东虚化高管、“工具化”高管与“合一”高管

高管与控股股东或者实际控制人¹（若不作特别说明，本文所称控股股东包括控股股东和实际控制人两种情况）的关系是影响高管行为特征的最重要因素。根据我国上市公司实际情况，高管与控股股东的关系大致有四种情况，即无控股股东高管、控股股东虚化高管、被控股股东“工具化”的高管以及与控股股东“合一”的高管，其区别在于是否存在控股股东，如表1所示。

表1 有无控股股东等四类高管的行为特征

高管类别	无控股股东高管	控股股东虚化高管	被控股股东“工具化”的高管	与控股股东“合一”的高管
控股股东性质	股权高度分散以至于不存在控股股东	存在控股股东但“主体虚化”，以至于未能有效约束高管行为。	存在控股股东且与高管分离	存在控股股东且本身直接负责经营管理
高管行为特点	高管成为具有实际控制权的“内部人”，经营管理独立性较强；缺乏股东的有效约束，高管自利空间较大。	高管成为具有实际控制权的“内部人”，经营管理独立性较强；考核体系多元化导致高管行为目标多元化，高管与控股股东“代理人”博弈。	高管几乎完全受制于控股股东，缺乏独立性，成为控股股东追求利益最大化的工具；高管自利余地小。	高管利益和控股股东利益合一，高管行为直接体现控股股东的利益。
全流通后高管行为主要变化	高管利益更趋多元化，如股权激励、金降落伞等相继施行且较大程度可由高管自行决定，高管争取自身利益的空间越来越大。		高管的行为变化主要由控股股东行为变化引起，高管选择其行为的空間不大。	
监管难度	缺乏股东的有效监督，主要依赖市场机制和监管层的制约，现阶段后者作用至关重要；高管行为变化与控股股东行为变化不同步，是监管的重点，监管难度大。		对高管行为的监管从属于对控股股东行为的监管。	

¹ 《公司法》第二百一十七条规定了控股股东和实际控制人的含义。二〇〇七年六月一日起施行的《中小板公司控股股东实际控制人行为指引通知》第三条和第四条进一步明确了其对上市公司的含义：控股股东是指直接持有公司股本总额50%以上的股东；或者持有股份的比例虽然不足50%，但依其持有的股份所享有的表决权已足以对股东大会的决议产生重大影响的股东。实际控制人是指虽不直接持有公司股份，或者其直接持有的股份达不到控股股东要求的比例，但通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的自然人或法人。

第一种情况是股权高度分散以至于不存在控股股东，没有股东能对高管的经营管理行为产生直接和显著的影响，高管更多地从自身利益以及全体股东利益出发，追求上市公司价值最大化。在经营管理中，高管具有较高控制能力，成为能对股东大会决议产生重大影响的“内部人”。这类高管的职业经理人色彩较浓，如万科，其第一大股东华润股份有限公司仅占 14.63% 的股份，并且不多插手公司的运营；第二种情况是虽然名义上存在控股股东，如国有控股公司的股东——各级国资委，但不同程度存在“主体虚化”问题，表面看以市值最大化、国有资产保值增值为目标，但实际上往往无法有效约束高管的经营管理活动，导致高管成为具有实际控制权的“内部人”。第三种情况是存在控股股东，高管虽与控股股东分离但被控股股东“工具化”，成为其谋求利益最大化的工具，高管自身利益从属于控股股东利益，居次要地位，对中小股东利益更是无暇顾及，如在大多数存在强势控股股东的公司，高管较为弱势甚至被“工具化”；第四种情况是高管与控股股东“合一”，主要高管本身就持有公司控股股份，所有权与经营权不分离，高管利益完全让位于控股股东利益，典型的是各类民营企业上市公司，控股股东往往直接负责经营管理。

2. 持股高管与非持股高管

根据高管是否持股，可以将高管分为持股高管与非持股高管，如表 2 所示。持股高管是指通过股权激励获得股票或主动、被动在二级市场购买股票等方式持有本公司股票的高管。一般情况下，即使高管所持股票暂时处于限售状况，也将可在可预见未来解除禁售，因而股价变化对高管利益有直接影响。相反，非持股高管不持有本公司股票，股价变化不直接影响高管利益。

表 2 持股高管与非持股高管的行为特征

高管类别	持股高管	非持股高管
高管是否持股	是，因股权激励持股或者直接在二级市场购买股票。	否
高管行为特点	高管利益受股价变化影响，高管非常关注股价变化。	高管利益与股价变化无关，高管不直接因自身利益而关心股价变化。
全流通后高管行为主要变化	股份全流通后高管持股现象增多，如股权激励等。	适应控股股东需要适度关注股价变化
监管难度	持股高管是监管重点	非监管重点

3. 实施股权激励高管与未实施股权激励高管

根据是否实施股权激励，可以将高管分为实施股权激励高管与未实施股权激励高管，如表 3 所示。实施股权激励高管是指上市公司实行了股权激励计划并有可能获得限制性股票或者股票期权的高管，相应地，未实施股权激励高管是指上市公司未实行此类激励计划的高管。

表 3 是否实施股权激励高管的行为特征

高管类别	实施股权激励高管	未实施股权激励高管
股权激励	公司实施股权激励，高管可能从中受益	公司未实施股权激励
高管行为特点	高管为获得来自股权激励的利益，可能进行盈余管理甚至财务舞弊行为； 限售期满后，高管可能进行内幕交易甚至合谋操纵市场以获得最高卖出价格。	高管利益不与股价直接联系，受股价变化影响相对较小。
全流通后高管行为为主要变化	股份全流通后股权激励越来越普遍，内部人高管可能借此掏空上市公司； 高度直接关注股价变化。	高管参与二级市场投资的情况可能增多，也开始关注股价变化。
监管难度	实施股权激励高管是监管重点	非高管行为监管重点

4. 国有控股公司高管与非国有控股公司高管

根据公司股权性质的不同，可将高管分为国有控股公司高管与非国有控股公司高管，如表 4 所示。国有控股公司高管是指公司控股股东为各级国资委的上市公司的高管，其显著特征是控股股东存在比较明显的“主体虚化”现象，导致高管成为具有实际控制权的“内部人”。更为重要的是，由于表明上存在控股股东，国有控股公司的高管往往不是通过市场机制选择的，而是由各级国资委决定，这与股权高度分散以至于不存在控股股东的情况有所不同，后者往往采用市场机制、通过经理人市场来选择高管，且高管行为较多受经理人市场的制约。

表 4 国有控股公司与非国有控股公司高管的行为特征

高管类别	国有控股公司高管	非国有控股公司高管
控股股东性质	各级国资委，不同程度地“主体虚化”，无法有效约束高管行为。	控股股东的最终所有权明晰，能有效约束高管行为。
高管行为特点	控股股东“虚化”使高管成为“内部人”，较少受各级国资委的有效制约。 经理人市场不能对高管形成有效约束。	高管受到控股股东的有效约束，甚至被“工具化”或与控股股东“合一”。 经理人市场对高管的约束较强。
全流通后高管行为为主要变化	利益多元化，自利动机更强、手段更多，甚至借助股权激励、管理层收购等“掏空”国有控股上市公司。	高管行为变化主要由控股股东行为变化引起。
监管难度	是高管行为监管重点，包括天价薪酬、股权激励等现象。	从属于大股东行为监管

5. 本文的研究重点

高管行为从本质上说包括两个方面：首先，作为全体股东或控股股东的代理人行使经营管理权，其行为体现了委托人的意志，以委托人利益最大化为价值取向；其次，作为独立个人，其行为体现了个人意志，以个人利益最大化为价值取向。在被“工具化”或与控股股东“合一”的情况下，高管行为很大程度上体现了控股股东的意志，这种行为与其说是高管行为，不如说是控股股东行为，高管争取自身利益最大化的空间非常有限，其在不与控股股东意志冲突的前提下为自身利益最大化而选择的行为是本文的研究对象之一，但非研究重点；在无控股股东或者控股股东虚化的情况下，高管独立性较大，在上市公司价值最大化和高管个人利益最大化之间进行平衡而选择不同行为才是本文的研究重点。

除了与控股股东的关系外，高管是否持股、公司是否实施股权激励以及公司股权性质等都将对高管行为产生重要影响。高管持股使高管有动机通过内幕交易、市场操纵等方式谋取不当利益，实施股权激励使高管利益与股价变化直接相关，从而使高管有动机通过盈余管理和财务舞弊等行为谋取不当利益，而控股股东为各级国资委将使“内部人”高管有动机利用多种多样方式来掏空上市公司，如变相的管理层收购、金降落伞等额外保障措施等，这些都是股份全流通后出现的新情况，给高管监管带来新挑战，也是本文的研究重点。

（二）高管行为研究的两个方向

近年来，委托代理理论的重要发展之一就是，从关注公司经营者与所有者利益不一致而产生的委托代理问题，转向关注控股股东与其他中小股东之间的利益冲突。从实际情况看，世界上绝大多数证券市场的上市公司的所有权都相对集中而非分散，普遍存在着最终控制人（Ultimate Owner），亚洲新兴市场尤其如此。由于最终控制人的存在，公司高管的行为很大程度上受其控制，而不是像以前认为的那样，股权分散导致高管行为很少受到所有者的制约、具有很大的自由选择空间。鉴于此，决定高管行为的主要因素并不是原先高管与所有股东之间的委托代理关系，而是控股股东与中小股东之间、以及控股股东与高管之间的委托代理关系，并且前者居于主要地位，后者居于从属地位。

最终控制人概念的出现，很大程度上改变了高管行为的分析框架：在存在实际控制人的情况下，委托代理问题的核心不再是如何让高管的经营决策与股东的

利益保持一致，而是如何确保最终控制人与中小股东的利益保持一致，即控股股东掠夺小股东，而不是高管侵害股东利益，高管作为最终控制人的直接代表，其行为很大程度上是控股股东意志的体现。而对股权高度分散、以至于没有最终控制人的上市公司，高管就成为事实上的“实际控制人”，并拥有很大的经营决策权。在此种情况下，传统的委托代理理论所指的高管和全体股东之间的利益冲突才上升为主要问题，并成为决定高管行为的关键。后者才是本文的研究重点。

二、导致上市公司高管行为变化的主要因素

股份全流通后，影响高管行为的市场环境、股东（特别是控股股东）行为以及高管自身利益构成等主要因素都发生了深刻变化，这些变化对高管行为产生重要影响，并给上市公司高管监管带来新挑战。

（一）股份全流通导致上市公司并购环境变化

股权分置格局下，大多数上市公司的控股股东为非流通股，其转让无法通过场内进行，因此，恶意并购的情况比较少见。在这种情况下，高管基本不存在外部接管威胁，高管流动缺乏合理的市场机制。

股份全流通后，上市公司并购环境发生重大变化，突出表现在三方面：第一，股改支付对价后，控股股东持股比例不同程度下降，部分控股股东甚至由绝对控股变为相对控股；第二，全流通后，控股股东基于套现或资产重置等考虑，可能会出售其所持有的部分或全部股份，这进一步加剧了控股股东持股比例下降，为上市公司并购创造了有利的市场条件；第三，控股股东为争夺或稳定控制权，有可能在反并购方面设置较多的障碍，有时为了争夺上市公司控股权而被迫实施反收购。2006年8月初，中国证监会对《上市公司收购管理办法》作出重大修改，将强制性全面要约收购调整为部分要约收购，引进了协议收购、间接收购、换股收购等新的收购方式，并对管理层收购进行了规范，这对于降低收购成本、提高收购效率、活跃收购市场具有重要作用。总体上看，上市公司被并购接管的可能性在增大。

相关研究（朱红军，2002）表明，由上市公司并购引起的控股股东更换历来都是影响我国上市公司高管更换的重要原因，并购成功一般意味着原高管失去其地位。因此，并购环境的变化将使高管面临前所未有的挑战，化解并购带来的威胁、防止并购对高管的不良影响将成为高管行为的目标之一。就高管的行为变化而言，除了和控股股东一致反对被并购、从而减少被替换的可能外，主要在于两个方面，一是更加勤勉尽责，减少“偷懒”和“自利”行为，努力提高公司业绩，给股东满意的回报，以直接降低被“炒鱿鱼”的可能；二是在股权高度分散或者控股股东不反对被并购的情况下，尽量为高管被替换提供保障，如“金降落伞”等条款等为高管离职提供高额补偿，间接降低被更换的机会。

但是，上市公司被并购对于不同类型高管的影响有所差异。对于存在控股股东的“工具化”高管或与控股股东“合一”的高管，虽然高管独立性较差，但控股股东往往愿意通过设定“金降落伞”等来防止公司被收购，高管自然乐享其成；但对于“内部人”高管，尽管设立“金降落伞”的动机非常高，但国有控股公司的高管往往不能“心随所愿”，相对而言，股权分散公司的高管反而有可能获得额外保障。

（二）投资者结构变化，机构投资者比重逐渐增加

股份全流通后，投资者结构也将发生重大变化。随着证券投资基金的发展、QFII的引入、保险资金和社保资金的直接入市，机构投资者的类别增加、数量上升、投资规模的大幅度扩大，机构投资者持股比例更是大幅度增加，中小投资者持股比例有所下降，从而使得机构投资者对我国资本市场的影响力明显增强。据统计，股份全流通后，机构投资者持有的股票占股票流通市值的比重超过了50%。

机构投资者比重增加对高管行为将产生深远影响。相比个人投资者，机构投资者有两个显著特征：一方面，机构投资者对上市公司信息的收集和分析能力更强，更有能力监督高管的经营管理行为，从而有利于强化对高管的监督，有时甚至能对重大经营决策、分配决策等产生影响。从高管角度看，必须更好地履行其职责，才能避免机构投资者对其负面评价，在关键经营决策方面取得机构投资者的理解和配合。另一方面，上市公司高管与机构投资者相互串通、利用信息优势和资金优势谋取不当利益的可能性增大。早在股改期间，一些机构投资者就与上市公司合谋，身陷“投票门”丑闻。股份全流通后，机构投资者往往更有动力“利

诱”高管，通过选择性信息披露等方式事先获取重大的未公开信息，并联手高管进行内幕交易或操纵市场等违法违规活动，谋取非法利益，损害市场公平性和中小投资者利益。

（三）股份全流通导致股东利益与上市公司利益更紧密

股权分置改革的重大基础性变革之一就是，改变了股权分置格局下上市公司利益与原非流通股股东利益并不完全一致、有时甚至存在很大偏差的状况，原非流通股股东与流通股股东之间的股价分置、利益分置变为同股、同价、同利，上市公司利益与股东利益联系得更紧密。

特别是对于存在控股股东的上市公司，股份全流通彻底改变了控股股东的利益构成，上市公司价值最大化成为其目标，根本性地改变了原先股份非流通导致的“掏空”上市公司的策略。由于控股股东利益与上市公司利益趋于一致，因此，总体上看，控股股东在继续主导上市公司控制权的同时，可能赋予管理层更大的经营决策自主权，对上市公司日常经营活动的干预减少，要求高管协助其掏空上市公司的情况可能会有所减少。由于现实中控股股东往往对高管具有最大影响力，很大程度上决定了高管的利益，因此，控股股东利益与上市公司利益趋于紧密，客观上使得高管尽职经营管理的空间更大，高管的独立性进一步增强。

即使是不存在控股股东的公司，由于股份全流通后股东与高管都开始高度关注股价及公司市值，总体来说，股东利益与上市公司利益联系也趋紧密。

（四）控股股东性质变化，民企或个人逐渐增多

伴随着股权分置改革的进行，上市公司股东结构也在逐渐变化，突出表现为控股股东不再以国有控股股东为主，民企或个人股东控股的情况越来越多。受市场发展路径的影响，股改前我国大部分上市企业为国有或者集体股东控股，控股股东的利益构成比较特殊，加之所持有股份为非流通股，股价对控股股东利益影响不大，导致其对股价变化不敏感。体现在高管行为方面，则是高管很少关心甚至漠视公司股价变化，这与持有流通股的中小股东极度关心公司股价变化形成鲜明对比。此外，国有或集体控股公司的高管往往是具有实际控制权的“内部人”，使得股东与管理层之间的委托代理问题比较突出。

股份全流通后，越来越多上市公司的控股股东为民营企业或者直接为个人，特别是 2004 年中小企业板设立后，上市公司中民营企业比重较高，且控股股东往往持股比例较高，因此，控股股东减持股份的可能性增大，对股价的敏感度增强，这客观上导致高管不得不关注公司股价变化，关注股价变化对控股股东价值最大化的影响。在这种情况下，高管往往被“工具化”，成为控股股东追求利益最大化的工具，独立性较小。

（五）控股股东对完善公司治理结构的态度变化

股份全流通对上市公司治理结构产生了重要影响，特别是对于存在控股股东、高管“工具化”现象非常明显的上市公司。

在股权分置格局下，控股股东利益与上市公司利益存在很大偏差，控股股东往往十分强调对上市公司管理层的控制，忽略甚至阻挠公司完善治理结构，以便为控股股东“掏空”上市公司等行为创造条件。控股股东高管兼任上市公司的高管的现象普遍存在，代表控股股东利益的少数高管身兼数职，几乎包揽了公司的决策权、经营权和监督权，客观上导致上市公司为少数人所控制。

股份全流通后，控股股东利益与上市公司利益一致性提高，完善公司治理结构有助于更好地促进上市公司发展，在实现公司价值最大化的同时也实现控股股东利益最大化，因此，控股股东对完善公司治理结构普遍持欢迎态度，鼓励建立良好的内控制度和健全的业绩考核体系，如对董事会结构做出实质性调整、容忍董事会成员中外部董事超过半数以上、组建由外部董事组成的薪酬委员会等。公司治理结构的完善改善了高管进行经营管理的环境，也增加了高管实施内部人控制、取得不合理利益的难度。

（六）控股股东对高管的考核体系变化

对于“工具化”高管，股份全流通改变了控股股东对他们的考核体系。股权分置格局下，高管考核体系在控股股东利益最大化和上市公司价值最大化之间存在矛盾。作为控股股东的直接代理人，“工具化”高管在本质上代表了控股股东的利益，因此，高管考核体系很大程度上体现高管为控股股东谋利益的程度，较少体现高管争取上市公司价值最大化的程度。

尽管股份全流通后控股股东由于送股等原因持股比例有所下降，但绝大部分上市公司仍保持由控股股东主导的控制权结构¹，短期内出现股权高度分散并由高管掌握公司控制权的可能性不大。因此，上市公司高管的行为仍将受控股股东目标取向和考核方式的主导和影响。

股份全流通后，控股股东利益更多地与公司股价直接挂钩，如控股股东的获利方式将主要由控制权收益转向资本市场利得，关注点将从净资产、净利润等静态财务指标更多地转向股票市值等动态价值指标。相应地，控股股东对高管的考核指标更多体现为上市公司价值最大化。例如，上市公司价值成长成为考核高管的核心指标，公司的成长性越好，价值增长越快，上市公司价值就越大。即使国有控股股东对高管的考核也发生了根本变化：在股权分置时代，考核以静态的净资产为主，资产转让则以场外协议为主；在股份全流通后，考核转向以股价和公司市值为基础和核心。

（七）股权激励彻底改变高管自身利益构成

股份全流通后，上市公司股权激励的现象开始增多，为此，中国证监会于2006年1月颁布实施了《上市公司股权激励管理办法（试行）》（以下简称《管理办法》）。2006年2月14日中捷股份率先披露了股票期权激励计划，这是《管理办法》颁布实施后首家已完成股改的上市公司提出这类计划。随着上市公司股权激励的实施，越来越多上市公司高管开始持有可流通股份，间接成为二级市场的投资者。据统计，2006年、2007年上半年，已实施股权激励的上市公司共50家，涉及激励股份约11亿股。

股权激励的重大意义在于，它革命性地改变了高管利益构成，并导致本公司股价对高管利益影响巨大，无论是“内部人”高管还是“工具化”高管。在股权分置时代，高管利益以薪酬收入为主，奖励部分一般与公司业绩挂钩，且比较少见、数量也不大。在高管持股方面，个人持股的情况少，因此高管对股价变化不敏感，高管利益几乎与股价无关。股份全流通后，股权激励蕴含着巨大的股票收益，不仅高管获得股权激励的情况越来越多，而且数量越来越大，对高管利益的影响也越来越大。对部分高管而言，甚至更多依靠股权激励带来的股票收益，而

¹ 例如，国资委明确要求国有控股股东必须保持股改后“国有股最低持股比例”，许多民营控股股东在股改后纷纷采取二级市场增持或设置反收购条款等措施来确保其控股权。

不是薪酬收入。因此，高管为了获得股权激励，可能进行盈余管理甚至财务舞弊等行为。对部分内部人控制较为严重的公司，股权激励成为高管获得巨额收入甚至掏空上市公司的主要方式，成为“一夜暴富的捷径”。

高管利益构成的重大变化，使得持股收益最大化成为全流通后高管行为变化的重要动机。股权激励的核心内容是获得股权激励的条件，以及如何变现股权，前者直接决定了高管的经营管理行为，满足条件以获得股权激励将成为高管行为的主要出发点；后者决定了高管卖出股份能够实现的价值直接受二级市场价格的影响，导致高管密切关注股价变化。

（八）公司股价变化直接决定高管所持股份的实际价值

除了通过股权激励获得本公司股份外，高管还可以直接买入公司股票，这导致高管持股越来越普遍、数量越来越多，因此，公司股价变化决定了高管所持股份的实际价值，是影响高管行为的重要因素。

除了股权激励，高管还可能出于其他原因持股。第一，高管可能主动持有本公司股票。例如，在 2007 年 6 月 27 至 6 月 29 日短短 3 个交易日，张江高科（600895）有 9 名高管从二级市场购入公司股票 33.46 万股，合计斥资 628 万元，平均交易成本为 18.8 元。该公司高管曾多次在市场高位震荡时购入公司股票并予以锁定，以体现对公司未来发展前景的长期看好。对于尚未开展股权激励的公司，高管主动持有股份亦可视为解决内在利益和动力机制的一个举措。

第二，高管可能出于种种原因被迫持有公司股份，从而更有动机谋求公司价值最大化。例如，韶能股份（000601）股改说明书规定，该公司管理人员承诺，公司将在股改方案实施后，要求公司中层及中层以上管理人员、下属企业管理层在股票二级市场上购入公司股票，所用资金额度不低于相关管理人员年度薪酬总额的 15%，所购股票在其任职期间予以锁定，其中高管持股部分按相关规定执行。这个持股承诺是为配合股改的实施而作出，目的是为了增强投资者信心，保持管理人员利益与股东利益相一致，不同于管理层股权激励计划。这样，为了实现所持股份价值最大化，高管也有动机努力实现上市公司价值最大化。

公司股价变化从两方面影响了高管利益。首先，市场行情决定了高管已持有股票的价值。无论是高管因实施股权激励而获得的股份，还是直接从二级市场获得的股份，其价值都将受到市场行情的影响。行情越好，股价越高，所持股份的

价值越大。从这个角度看，已持有股份的高管希望行情越来越好。

其次，市场行情决定了高管获得股权激励的难易程度。2006 年以来，伴随着上市公司股价在整体估值水平带动下持续提高，对于业绩的透支意味着无论是直接以限制性股票还是以股票期权的方式，管理层通过扩大二级市场股价与授予价或行权价之间的空间获利将会变得越来越难。因此，过高的股价使越来越多的高管对于股权激励望而却步。从这个角度看，尚未实施股权激励的上市公司高管并不愿意看到很高的股价，行情太好反而在一定程度上减轻了股权激励的正面作用。

因此，在必要时以某种方式影响公司股价，成为高管行为变化的重要内容，如高管可能会提出利己的但不符合上市公司长期发展的分配方式，包括更多的送股或转增股份而较少派息。

股份全流通后，导致上市公司高管行为变化的主要因素及其影响如表 5 所示：

表 5 市场因素与公司因素变化对高管行为的影响

	因素变化	所产生的影响	所导致的高管行为变化
市场因素变化	股份全流通导致上市公司并购环境变化	上市公司被并购接管的可能性增大，而并购成功一般意味着原高管失去其地位，使高管面临前所未有的挑战。	一方面更勤勉尽责以降低被“炒鱿鱼”的可能，另一方面尽量为被替换提供保障，如“金降落伞”等保障条款，间接降低被更换的机会。
	投资者结构变化，机构投资者比重逐渐增加	有利于强化对高管的监督，也有可能与上市公司高管相互串通、利用信息优势和资金优势谋取不当利益。	强化投资者关系管理，但也可能联手机构投资者进行内幕交易或操纵市场等活动，谋取非法利益，损害市场公平性和中小投资者利益。
股东因素变化	股份全流通导致控股股东利益与上市公司利益更紧密	控股股东继续主导上市公司控制权，可能赋予管理层更大的经营决策自主权。	高管的独立性进一步增强，尽职经营管理的空间更大。
	控股股东性质变化，民企和个人逐渐增多	控股股东对股价的敏感度增强	高管不得不关注公司股价变化，关注股价变化对控股股东价值最大化的影响。
	控股股东对完善公司治理结构的态度变化	控股股东对完善公司治理结构普遍持欢迎态度，鼓励建立良好的内控制度和健全的业绩考核体系。	改善了高管实施经营管理的环境，也增加了高管实施内部人控制取得不合理利益的难度。
	控股股东对高管的考核体系发生变化	高管行为仍将受控股股东目标取向和考核方式的主导和影响，更多地追求上市公司价值最大化	在股权分置时代，考核以静态的净资产为主；在股份全流通后，考核转向以股价和公司市值为基础和核心。
高管因素变化	股权激励彻底改变高管自身利益构成	革命性地改变了高管利益构成，并导致本公司股价对高管利益影响巨大。	追求持股收益最大化，包括最优的股权激励行权条件以及最高的股票卖出价格。
	公司股价变化直接决定高管所持股份的实际价值	高管持股越来越普遍、数量越来越多，股价变化决定了高管所持股份的价值。	在必要时以某种方式影响公司股价，成为高管行为变化的重要内容。

三、股份全流通后高管行为变化的主要方式

（一）滥用股权激励

股权激励使高管与上市公司的利益联系更加紧密，有利于激发高管的经营积极性和公司归属感，解决所有者与经营者之间的委托代理问题、降低代理成本，因此，上市公司高管和以控股股东为代表的所有者都积极推动建立股权激励制度。但从国际经验看，股权激励机制是一把“双刃剑”，在为高管带上“金手铐”的同时，也助长了其利用盈余管理甚至财务舞弊等方式滥用股权激励以实现利益最大化的行为。相比之下，股权激励的“双刃剑”作用对“内部人”高管尤为显著。

1. 高管更关注上市公司业绩和长期利益，以实现股权激励效用最大化

股份全流通后，由于实施了股权激励，高管更加注意公司经营管理，对获得股权激励、并最终实现更高的股票转让价格充满了激情，特别是在股权激励所持股份可以有条件流通的前提下，高管可能更关心本公司股票的市场表现。从好的方面看，高管通过改善经营管理，最终实现公司股价最大化，进而实现股权激励效用最大化是一种可能的情况，也是股东设立股权激励的初衷。

对于股权激励的作用，一位民企的上市公司高管形象地说，“由于公司将在2009年到2010年之间让高管行权，因此现在高管干活都像‘疯了一样’，拼了命也要把几个大项目拿下来，希望到时能够让公司股价翻上去，一圆财富梦想。”

2. “内部人”高管利用股权激励“掏空”上市公司

股权激励是一把“双刃剑”，既可以激励管理层为实现股权激励计划中的目标而“不遗余力”地加强经营管理，也可以“诱使”管理层“不择手段”地滥用股权激励，从而增大管理层的道德风险。对于国有控股公司或不存在控股股东公司的高管而言，股权激励可以是他们“掏空”上市公司的一个新途径。

对内部人高管来说，由于缺乏股东的有效监督，因此，利用股权激励的最主要方式是设定极低的股权激励条件，使高管可以轻而易举地获得股权激励，股权激励最终演变为“股权分红”。在具体方式上，首先是在设定股权激励条件时，利用内部人的优势，通过各种盈余管理手段降低当期业绩等，尽量“做空”业绩和

股价，以降低获得股权激励的条件；其次是直接设定比较优惠的股权激励条件，使获得股权激励的机会增加、获授股份成本下降。在设定股权激励条件后，如何达成股权激励计划中规定的条件，则是“内部人”高管努力的第二个方面。相比之下，非内部人高管滥用股权激励主要在这个方面，并且比“内部人”高管的余地更小。

3. 非内部人高管滥用股权激励

非内部人高管在设定股权激励条件方面空间不大，在达成股权激励条件方面空间也相对较小，但在二级市场巨大利益的驱使下，高管仍有很强的“造假”冲动，以损害上市公司长期利益为代价来实现股权激励。

一方面，为了达成股权激励计划中规定的各项指标，高管可能会通过盈余管理甚至财务舞弊等方式来获得股权激励，甚至不惜以损害公司利益为代价，以便低价买入股票，或者取得其他报酬；另一方面，为了在股权激励行权时获最大收益，高管可能采用盈余管理、财务舞弊甚至合谋操纵市场等方式影响股价，以高价卖出股票。在美国等成熟资本市场，股权激励一直因是管理层盈余管理的最大诱因而备受指责，美国安然事件就是高管操纵财务信息、使公司股价持续上涨、从中谋取巨额股票期权行权收益的典型案例。（详情请参阅附件（二）之美国高管违规行为特点）

4. 共同手段：盈余管理甚至财务舞弊行为

盈余管理，或者说利润操纵，是高管重要的“相机抉择”之一。该手段走向极端就是所谓的“财务舞弊行为”。

在股权分置格局下，上市公司利润操纵、财务舞弊主要基于上市公司股权融资“粉饰报表”、配合强势投资者“坐庄”和避免退市等需要，与高管的利益并没有直接联系。股份全流通后，上市公司高管为获得股权激励、在持有股份后以高价出售股票获利、反并购等原因，操纵利润的动机更加强，甚至在极端情况下出现财务舞弊行为。在获得股权激励、持有股份后，高管通过利润操纵甚至财务舞弊行为尽量“做多”股价，使卖出股份套现所得最大化。

从盈余管理的方式看，高管可能会通过关联公司利润输送操纵利润，可能会利用新会计准则变化不适当地进行资产估值，还可能通过操纵参股的上市公司的

利润或股价来操纵本公司的利润。此外，资产重组、亏损挂帐、提前确认收入等也是常见的盈余管理方式。

（二）变相管理层收购

管理层收购往往是对不存在控股股东的“内部人”高管而言的，特别是控股股东虚化的国有控股公司，高管利用变相管理层收购“掏空”上市公司的行为有增多趋势。对于存在控股股东的上市公司，管理层收购的难度比较大。

1．股权分置格局下，管理层收购的动机相对较弱

在股权分置格局下，由于非流通股约占总股本的三分之二左右，因此，管理层收购往往针对非流通股，管理层通过受让非流通股就可以获得上市公司的实际控制权。不过，由于所持有股份为非流通股，因此，即使实现了管理层收购，高管也不能将所持有股份在二级市场抛售，股价变化对其财富的影响比较小，很少有“一夜暴富”的神话出现。如果管理层只是“参股”而不是“控股”，那么其地位与小股东无异，很难直接从转让股份中获得巨额利润。

2．股份全流通后，直接的管理层收购难度较高

股份全流通后，尽管高管持有股份可以有条件卖出，具备了“一夜暴富”的可能，因而管理层收购的动机非常强烈，但由于理论上所有股份都已获得了流通权、可以马上或者将来流通，因此，管理层通过购买限售股份的方式往往要比股权分置情况下成本更大，这样，通过“购买”的形式持有股份并择机抛售未必能给高管带来巨额收益。其中的原因在于，上市公司股份已经确定可流通，直接购买本公司股份的收益并不大。

3．收购上市公司优质资产、期待分拆上市后套现或高额分红

在这种情况下，管理层往往不是直接购买上市公司的股份，而是转向购买上市公司优质子公司的非流通股份，间接实现管理层收购。

这些成为高管收购对象的子公司往往是上市公司的优质资产。通过增资扩股由管理层认购新发行股份或者高管直接受让上市公司原持有股份等方式，管理层取得此类子公司的股权，并实质上取得控制权。在成本方面，由于此类子公司并未上市，其资产质量、盈利情况等未公开披露，因此，作为母公司的上市公司的高管往往具有特殊信息优势，加之未上市，其增发或转让价格也有较大的定

价空间，便于管理层压低收购成本；在收益方面，此类子公司的投资项目前景可观，往往具有很高的现金流回报，未来一旦分拆上市成功，管理层可将所持有股份在二级市场逐步转让，从而获得巨额收益，或者即使不能实现分拆上市，也能通过未来高额分红、高价转让给上市公司等方式获利。

在这方面，辽宁成大股份有限公司以董事长尚书志为首、葛郁、李宁及部分高级管理人员、监事出资认购其控股子公司辽宁成大生物股份有限公司增资部分股份，就被指责为变相管理层收购（详情请参阅附件（一）之辽宁成大高管被指“变相”管理层收购）。

（三）利用内幕消息谋取不当利益

股份全流通后，大批上市公司将通过资产重组、资产注入、整体上市等方式提高公司质量，并进行兼并收购、股权激励和利润分配等重大经营行为，在此过程中内幕消息将会密集生成，这在源头上为高管利用内幕消息谋取不当利益创造了条件，因此，天然具有信息优势的高管利用内幕消息、直接或间接进行内幕交易的诱惑始终存在。特别是，利用内幕消息谋利方式呈现多样化和隐蔽化趋势，从比较常见的高管提前买卖股票到高管与庄家合谋通过“老鼠仓”获利等，方式不一而足。相比之下，“内部人”高管比“工具化”高管更容易利用内幕消息谋取不当利益。

1. 涉嫌内幕交易的买卖股票行为

上市公司高管涉嫌内幕交易，在敏感内幕信息发布的前后¹买卖本公司股票的行为并不罕见，但由于涉及面广、交易方式隐蔽等原因，很难有足够证据查处。例如，长期以来，高管进行内幕交易的一种重要方式是利用他人（非亲属）账户进行操作，但现阶段我国在利用他人账户交易的认定上存在举证困难，这直接导致很难对屡见不鲜的高管“老鼠仓”行为进行有效监管，绝大部分被查处的内幕交易是高管直接用自己或亲属账户进行操作的情况，典型情况如天山股份原副总经理陈建良内幕交易行为等（详情请参阅附件（一）之天山股份原副总经理陈建

¹ 为避免上市公司董事、监事和高管利用信息优势进行内幕交易，《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》根据市场要求和监管实践，规定了禁止股票买卖窗口期：（1）上市公司定期报告公告前三十日内；（2）上市公司业绩预告、业绩快报公告前十日内；（3）自可能对本公司股票交易价格产生重大影响的事项发生之日或在决策过程中，至依法披露后二个交易日内；（4）证券交易所规定的其他期间。

良因内幕交易行为被行政处罚)。

再如,ST 红阳(600758)2007年7月14日公告,控股股东沈煤集团根据已审议通过的原ST金帝股权分置改革方案,在办理因实施股权分置改革方案而引致的沈煤集团申请豁免全面要约收购金帝建设股权义务事宜过程中,沈煤集团一名高管的直系亲属在2007年3、4月间两次买入该公司股票共计34,100股,并在该期间分两次卖出共计14,000股,共获利1,460元。根据《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)第47条的规定和该公司《公司章程》第30条的规定,该高管直系亲属买卖该公司股票所获收益1,460元应收归ST红阳所有。

值得注意的是,虽然高管在二级市场买卖股票的行为才开始出现苗头,但交易数据分析表明,高管的操作水平要远高于普通投资者:上市公司高管建仓时间的选择相当“绝”,往往是一段时期的低点,与高价抛售相呼应,其对抛售时间的选择相当准确,失误率极低。交易数据显示,高管建仓后,绝大多数公司股价都出现急速拉升行情,涨幅巨大。这些从一个侧面证明高管可能涉嫌内幕交易,利用内幕信息高抛低吸从股市中不当得利。

上市公司高管低吸高抛获利的另一个重要特点是,“涉案”金额并不算多,且事后大多以疏忽作为借口。在涉嫌的高管将本次买卖公司股票所获收益全额上缴归公司所有、并保证今后不再发生此类行为后,事件往往就此了结。面对相关法律法规的令行禁止,上市公司高管依然明知故犯,这本身就是一个很严重的行为,必将对证券市场健康发展构成阻碍。

2. 选择性信息披露

选择性信息披露是指上市公司在未公开披露之前向特定的人士或特别类型人员披露有关重大信息的行为。选择性信息披露具有时间、内容和对象等特定的特征,往往表现为个别机构投资者、新闻媒体在走访调研上市公司后撰写的研究报告和投资建议中存在一些未公开披露信息,这些信息经由各种媒介传播后直接影响到投资者的投资决策,甚至引起股价异常波动。部分上市公司的选择性信息披露行为比较严重,证券分析师、券商、基金、公司控股股东等信息优先获得者可以据此提前做出交易决策,严重背离了“三公”原则,容易产生内幕交易,不利于保护中小投资者权益。¹

¹ 深交所《上市公司公平信息披露指引》明确规定上市公司、相关信息披露义务人进行信息披露时,必须向所有投资者公开披露,不得有选择性地、私下向证券分析师、咨询机构、机构投资者、上市公司控股股东、

上市公司高管直接负责经营管理活动，天然地享有信息优势，在信息披露时，高管可能为了自身利益而进行选择性的信息披露，对象包括控股股东、机构投资者、相关政府部门以及其他特殊投资者。第一，控股股东对高管具有直接约束力，高管倾向于对控股股东提供相比于其他社会公众股东更多的信息。如果高管不能公平地对待全体股东，选择性信息披露将比较普遍。第二，由于信息交换的多渠道性和偶发性，在机构投资者行业研究员等证券分析师的实地调研中，在媒体的采访报道中，在政府部门的审批等行政行为中，在上市公司对外的商务交往中，在高管的对外交流中，都有可能形成选择性信息披露。

一些上市公司之所以出现重大信息提前泄漏，一个重要原因是上市公司高管，尤其是董事会成员在信息披露前没有做好信息的保密工作，从而导致影响股价的重要信息被有意或无意泄露出去，更为严重的是为了牟利而泄漏消息。

选择性信息披露的后果主要表现为，在公司披露重大事项前股价大幅度变化，且很难用“巧合”二字来解释。在实践中，选择性披露行为往往是一些不正常证券交易的前奏，例如内幕交易和市场操纵均以优先获取内幕信息为前提，从而使一部分人员获利或转嫁风险，另一部分因此遭受损失，导致市场发生不公行为。深交所对2005年上市公司年度报告的审核发现，一些公司为了吸引机构投资者，将部分重大的未公开信息事先向机构投资者透露；另一些公司为了配合控股股东的资本运作，根据控股股东的意图进行倾向性披露，已经出现了选择性信息披露的新动向。

2007年以来，股价在公司发布重大消息前迅速上涨的情况屡见不鲜。例如，在津滨发展（000897）申请于2007年8月1日起股票停牌前，股价已经五连阳加上一个涨停，且在7月30日晚间网上有留言称“快抢！000897即将停牌，周三见分晓！”在7月31日华意压缩（000404）宣布因重组停牌的两周前，就有网民放消息称要重组停牌，并让“股民别错过机会”。又如4月30日ST啤酒花（600090）公告称，因有重要事项未公告，自2007年4月30日起停牌，但停牌前该公司股票连续出现了5个涨停，再如世茂股份（600823）在5月25日停牌前，股价就已经七连阳了，其中还出现了两个涨停。（详情请参阅附件（一）之湖北博盈总经

新闻媒体等具有信息优势的特定对象披露、透露或泄露非公开重要信息。对于在调研、沟通、采访活动中了解到的非公开重要信息，证券分析师等特定对象不得在任何调研报告、沟通会纪要、新闻报道等中披露或引用该信息，除非上市公司同时公开披露该信息。上市公司董事、监事、高级管理人员及其他代表上市公司的人员、相关信息披露义务人、特定对象不得利用上市公司非公开重要信息进行证券买卖。

理陈旭晖的选择性信息披露行为)

(四) 与强势投资者合谋操纵市场

与投资者特别是机构投资者的关系管理是上市公司高管行为的重要内容。股份全流通后，全体股东继而高管高度关注股价走势，因此，对于能够很大程度影响股价走势的机构投资者，高管的对策主要包括两方面，一是配合机构投资者对公司经营管理活动的监督，二是串通机构投资者违规“做多”甚至操纵股价。

1. 更规范的信息披露，以应对机构投资者的监督

股份全流通后，上市公司价值最大化成为高管的主要考核指标，而良好的投资者关系管理有利于公司价值在证券市场充分显现，因此高管普遍开始重视投资者关系管理。

在投资者关系管理中，信息披露是最重要的环节。在公司相关利益机制形成后，信息披露更加严格规范，与机构投资者甚至中小投资者的沟通变得更加畅通。例如，股份全流通后，高管，特别是负责投资者关系管理的董秘，一般都能耐心、细致、周到地解答投资者的疑问，特别是对一些专业性较强的问题，如行业特性及工艺差异性等，均能予以解答。从事投资者关系管理的高管开始尽量熟悉公司的行业知识，并不断学习，以期能同行业分析师进行沟通；在不清楚具体细节时，也会尽量联系熟悉业务的高管向行业分析师详细解释，而不再简单地以出差或商业秘密等借口回绝要求。

对此，行业、公司研究人员普遍反应，股份全流通后，赴上市调研的难度有所下降，上市公司证券事务部的人员普遍比以前更热情地接待调研人员，且能尽量提供所需资料。这也从一个侧面体现出股份全流通后上市公司更加注重投资者关系管理。

2. 串通机构投资者违规“做多”甚至操纵股价

股份全流通后的最大变化是，高管和机构投资者等强势投资者相互串通“做多”上市公司的可能性增大。股改前，如果说“内部人”高管还有可能串通机构投资者做多上市公司外，“工具化”高管则很少有这样的机会，因为通常情况下控股股东的最优选择往往是掏空上市公司，而高管作为控股股东的代表，往往为掏空行为提供便利。股份全流通后，无论是控股股东还是中小股东，一般都希望从

股价上涨中获利，因此，高管串通机构投资者违规“做多”甚至操纵股价的可能性大增，特别是在“做多”的过程中，上市公司高管往往能通过“老鼠仓”等方式来“分一杯羹”，实现一夜暴富的梦想，因此，上市公司高管与机构等强势投资者合谋操纵市场的动机有所增强。

对存在控股股东的公司，串通机构投资者违规“做多”甚至操纵股价往往是控股股东意志的体现，高管很难违背控股股东意志来实施此类行为。但对于不存在控股股东的公司，高管作为具有实际控制权的“内部人”，串通机构投资者违规“做多”甚至操纵股价更加得心应手。在具体表现形式上，高管与某些强势投资者串通起来，通过各种形式进行利益交换，由高管制造各类“题材”来影响股价走势。由于高管具有更多的信息优势，因此这种合谋操纵市场的行为具有较强的市场影响力。通常的手段包括：（1）在定期报告、股份回购、分配方案、并购重组、定向增发、整体上市或资产注入等重大信息披露前，高管直接或间接通过“老鼠仓”等方式买入本公司股票，等待信息披露后股价大幅上涨再卖出获利；（2）在高管卖出股票前，发布各种“利好”信息，如引入战略投资者、参股成长性公司和控股股东增持、反收购等，甚至通过各种方式人为制造“利好”谣言，合谋机构则配合炒高股价，让高管能高价卖出；（3）高管通过安排关联交易等进行盈余管理，配合机构在二级市场炒作；（4）高管还可以通过公开信息披露时机选择等手段来影响股价走势。

与前述高管进行内幕交易时往往利用他人账户进行操作一样，在与机构合谋操纵市场时，高管往往也会利用他人账户，造成监管机构举证、查处此类行为的极大困难。

（五）设置金降落伞等过度保护条款

上市公司并购可能性增大，一方面促进高管勤勉尽责地履行职责，另一方面也迫使高管想尽办法来得到额外的管理层保护。从高管角度看，在复杂多变的经营环境中，能够帮助企业获得竞争优势的管理技能必然具有高度专用性，这使得优秀的管理者面临着极高的转换成本和职业风险，高管的职业安全与收入都与所任职公司不可分割，从而导致高管厌恶公司被并购。

一般情况下，公司并购最终完成的标志不在于控股股权依法过户，而在于股权过户后，收购方能够成功控制管理层，包括改选董事会和控制公司的生产经营等。因此，管理层可以运用一些手段来达到防范恶意收购、保护管理层的目的。

1. 公司章程限制管理层被替换

上市公司可在公司章程中规定若干保护管理层被替换的条款。例如，公司可以在章程中规定董事的更换每年只能改选 1/4 或 1/3 或高管职权转移须经股东大会多数决议等反收购条款，诸如“非经股东大会事前以特别决议批准，公司不得与董事、总裁和其它高级管理人员以外的人订立将公司全部或者重要业务的管理交予该人负责的合同”等可以达到增大收购方收购难度和成本的目的，间接起到保护管理层的目的。

2. “金降落伞”条款

“金降落伞”也是深受高管喜爱的管理层保护措施。所谓金色降落伞，是指当一家上市公司的控股权发生变化时，如进行合并或者被收购的时候，目标公司的高管层通常会得到一次性的巨额补偿，其数额最高可达数千万元之巨，远远超过高管的正常薪酬收入水平。该策略可以给被收购公司的管理层以补偿，保障了高管利益，直接起到保护管理层的作用，被形象地称为“金降落伞”。由于这种策略势必让未来的收购者“大出血”，有助于打退恶意收购方的企图，因此也被看作是反收购的利器之一。

根据目前法律法规，公司股东大会可通过以下章程条款“如果出现因本公司控制权转移而发生的董事、监事、高级管理人员被更换的情形，公司应在被更换的上述人员离职前给予其数倍于其年薪的补偿”。至于金降落伞条款将来是否被证监会限制，涉及到反收购措施的宗旨，即是否能实现公司利益最大化、股东利益最大化：如果反收购是有利于公司股东利益的，应当支持；如果是单纯保护公司管理层利益的，应当给予抑止。

不过，过度的管理层保护也可能给上市公司带来负面影响。例如，公司章程中限制管理层被替换的章程在某种程度上降低了股东对管理层的约束力，可能诱使管理层疏于经营管理；金降落伞等管理层保护措施，客观上加大上市公司被外部接管的成本、减少了公司被并购的机会，从而限制了股东实现其持股价值最大化。从海外市场的经验看，金降落伞有时甚至可以起到相反的作用：由于管理层

得到的经济补偿有时可达到一个天文数字，因此这种补偿反而可能成为高管层急于出售公司的动机，甚至是以很低的价格出售。很显然，股东的利益可能因此遭受巨大损失，因而金降落伞策略一直饱受争议。

（六）违规买卖本公司股票

股份全流通前，高管可以持有部分非流通股，受相关法律法规和上市规则的限制，不能自由流通。股份全流通后，不仅原非流通股可在一定条件下上市流通，而且高管因股权激励、主动或被动持有等原因而持有股份，也可在符合相关规定的前提下买卖股票，因此，高管买卖股票的行为是股份全流通后的一个重要变化。为此，2007年4月9日中国证监会出台《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》（以下简称《管理规则》），以加强对上市公司高管持有和买卖本公司股份的管理。

2007年5月9日，深圳证券交易所和中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司联合发布《深圳证券交易所上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理业务指引》，就上市公司董事、监事和高级管理人员的信息申报、所持本公司股份的加锁解锁、交易行为的披露等作出了具体规定。此外，为加强对深市上市公司高管的监管，打击市场违规行为，深交所自5月14日起，每日在其网站上发布深市上市公司高管或高管亲属持有本公司股票变动情况。

根据监察结果，高管在买卖本公司股票方面有意或无意违规。说有意，是指高管违规买卖股票一般发生在公司重大重组等信息敏感期，有涉及内幕交易之嫌；说无意，是指违规买卖股票的数量很少、获利也不多，很难与内幕交易获取不当利益联系起来。这些违规行为主要包括以下两方面：

1. 高管买卖股票时间间隔违反规定

根据前述《管理规则》第十二条的规定，“上市公司董事、监事、高级管理人员应当遵守《证券法》第四十七条规定，违反该规定将其所持本公司股票在买入后6个月内卖出，或者在卖出后6个月内又买入的，由此所得收益归该上市公司所有，公司董事会应当收回其所得收益并及时披露相关情况。上述‘买入后6个月内卖出’是指最后一笔买入时点起算6个月内卖出的；‘卖出后6个月内又买入’是指最后一笔卖出时点起算6个月内又买入的。”高管往往因为各种原因而违反该

规定，在不到 6 个月时间内完成一次买卖行为。

例如，2007 年 6 月 14 日，新兴铸管（000778）董事李宝赞以每股 16 元的价格卖出新兴铸管 6165 股（根据相关规定可卖出该部分股票），但当天又以 15.56 元的价格买入 10000 股，并于 6 月 15 日以 16 元的价格卖出。此次股票买入和卖出时间间隔未达 6 个月，违反了有关规定。新兴铸管责成其做出深刻的检讨，保证今后不再出现类似情形，并决定对李宝赞违规买卖公司股票的行为在董事会、监事会予以通报批评。

又如，天然碱（000683）公司独立董事张银荣于 2007 年 3 月 16 日以每股 7.74 元的价格买进天然碱股票 1500 股，6 月 12 日以 13.00 元卖出 375 股，获利 1973 元。公司已要求张银荣将该次买卖天然碱所获收益于 2007 年 6 月 15 日全额上缴归公司所有。青海明胶（000606）披露，2007 年 6 月 8 日公司监事李友竹一次性买入公司股票 8700 股，并于 2007 年 6 月 11 日卖出 2175 股，李友竹在此次股票买卖中共获利 558 元。李友竹已经承诺在 2007 年 6 月 15 日之前将此盈利上交公司。（详情请参阅附件（一）之 S*ST 天水重组敏感期高管违规炒股）

2. 高管超比例卖出股票

前述《管理规则》第五条至第八条对高管可以卖出的股份进行了详细规定，其中第五条规定，“上市公司董事、监事和高级管理人员在任职期间，每年通过集中竞价、大宗交易、协议转让等方式转让的股份不得超过其所持本公司股份总数的 25%，因司法强制执行、继承、遗赠、依法分割财产等导致股份变动的除外。上市公司董事、监事和高级管理人员所持股份不超过 1000 股的，可一次全部转让，不受前款转让比例的限制。”第六条至第八条对具体计算方法进行了详细规定。由于情况比较复杂，因此，高管经常有意无意地超比例卖出股票。

例如，2007 年 2 月 12 日，ST 派神（000779）总工程师王维用个人证券账户买入本公司股票 2000 股，加上以前年度持有的共计 8660 股 ST 派神。5 月 22 日，中国证券结算深圳分公司按 25% 比例解禁王维持有的 ST 派神。王维误以为总股数 8660 股的 25% 已经可转让，于 5 月 23 日卖出其中的 2000 股，剩余 6660 股。但实际上，解禁股数是按照上年最后一个交易日登记在其名下的数量为基数计算的¹，

¹ 《深圳证券交易所上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理业务指引》第十一条规定，“每年的第一个交易日，中国结算深圳分公司以上市公司董事、监事和高级管理人员在上年最后一个交易日登记在其名下的在深交所上市的 A 股、B 股为基数，按 25% 计算其本年度可转让股份法定额度（按照 A 股、B 股分别计算）；同时，对该人员所持的在本年度可转让股份额度内的无限售条件的流通股进行解锁。当

因此，解禁股数不足 2000 股。这样，其股票买入和卖出时间间隔未达六个月，违反了有关规定。获悉该情况后，ST 派神董事会要求王维将个人证券账户此次交易中所获 13643.9 元收益上缴公司。ST 派神表示，公司董事会要求公司全体董事、监事、高级管理人员以及有关工作人员以此为鉴，严格遵守有关法律法规的规定，杜绝此类事件再次发生。

四、股份全流通后高管行为变化的监管对策

股份全流通后，上市公司高管的行为模式发生重要变化，特别是频频发生的高管违规行为，破坏了资本市场赖以生存和发展的“三公”原则，动摇并挫伤了投资者的信心，已经成为影响资本市场形象和投资环境的重要问题之一。面对高管行为新变化，高管监管也面临着新的挑战。创新高管行为监管手段、监管方式等，成为加强上市公司高管监管的必经之路。在这个过程中，除了证券监管机构制定相关规则、采取针对性监管措施外，更重要的是市场大环境的改善，包括完善法律环境、建立社会诚信等。

总体上看，“内部人”高管独立性较高、违规行为空间更大，而“工具化”高管由于受到控股股东的直接制约，违规行为空间反而较小，因此，针对高管行为变化的监管对策主要针对前者，当然也适用于后者。

（一）制定高管行为准则，进一步明确高管行为规范

1. 尽快制定上市公司高管行为准则

目前为止，我国尚没有针对上市公司高管行为监管的专门法规或规章，有关高管行为规范分散在公上市条件、公司独立性要求、公司治理准则和信息披露规定等方面，不利于明确上市公司高管的行为准则和法定义务。¹

计算可解锁额度出现小数时，按四舍五入取整数位；当某账户持有本公司股份余额不足 1000 股时，其本年度可转让股份额度即为其持有本公司股份数。因上市公司进行权益分派、股权分置改革获得对价、减资缩股等导致董事、监事和高级管理人员所持本公司股份变化的，本年度可转让股份额度做相应变更。”

¹ 股权分置改革开始后，监管机构制定了一系列与高管行为监管密切相关的行政规章和自律规则，它们都对高管行为产生直接影响。例如，为规范股份全流通后上市公司股权激励，中国证监会于 2006 年 1 月颁布实施了《上市公司股权激励管理办法（试行）》；为规范上市公司高管持有和买卖本公司股份的行为，中国证监会于 2007 年 4 月 9 日出台《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》，深沪交易所于 2007 年 5 月 8 日分别公布了《深圳证券交易所上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理业务指引》和《上海证券交易所上市公司董事、监事和高级管理人员股份管理业务指引》；为加强

随着全流通条件下高管经营管理独立性的增强，以及股权激励计划的推行，进一步规范上市公司高管行为的迫切性逐步加强。建议尽快制定上市公司高管行为准则，以细化高管的诚信义务和法律责任，促使高管更加勤勉尽责地履行其经营管理职责。如在即将出台的《上市公司监管条例》中开辟专章或专门制定《上市公司高级管理人员行为准则》，具体规范高管的职责、资格、责任、义务等内容，一方面引导高管行为的积极变化，促进高管更加专业尽职，另一方面为强化高管责任追究机制提供执法依据。

2. 完善高管信息披露制度

提高和增强对公司高管信息的披露一直是完善上市公司信息披露质量的方向之一。2004年12月19日中国证监会发布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式》第26条第2项的规定，“现任董事、监事、高级管理人员的主要工作经历和在除股东单位外的其他单位的任职或兼职情况。公司应介绍独立董事履行职责情况。如独立董事出席董事会的情况；独立董事对公司有关事项曾提出异议的，需披露该事项的内容、独立董事的姓名及所提异议的内容。”中国证监会还建立了上市公司诚信记录数据库，对高管的违规行为记录在案。此外，有关高管持股情况变动的信息披露工作也在逐步完善，如深交所自2007年5月14日起每日在网站上发布深市上市公司高管或高管亲属持有本公司股票的变动情况。

不过，这些高管信息披露工作存在着系统性不高、披露主体多样、投资者查阅不便等缺陷。例如，投资者需要从多个渠道来了解高管的持股变动情况、违规情况等，对普通投资者来说有一定难度。因此，应进一步完善高管信息披露制度，建立统一平台集中披露高管信息，包括持股变动情况、高管尽职尽责情况、违规受处罚情况、任职情况、离职后去向、与大股东关系等，增强投资者对上市公司的知情权，为投资者通过直接投票、委托代理投票制度等强化对高管的监督创造条件。

对上市公司高管培训工作的指导，中国证监会于2005年12月22日出台了《上市公司高级管理人员培训指引》及相关实施细则。

（二）完善会计架构和财务舞弊责任制度，防范财务舞弊行为

出于股权激励效用最大化和操纵股价等需要，高管有动机进行一定程度的盈余管理甚至走向财务舞弊的歧途。盈余管理和财务舞弊由掌握公司内部情况的高管所为，具有手段多样、隐蔽性强等特点，应从两个方面来强化防范措施。

1. 进一步完善会计架构，限制高管盈余管理和财务舞弊的空间。

一方面，要详尽规定会计信息的有关事项，压缩操纵利润的空间。对于可能改变不同期限利润的会计事项规定明确的处理方法，比如折旧、损失计提等；另一方面，完善公司治理结构，设立审计委员会并充分发挥其作用。上市公司应设立审计委员会，由代表中小股东利益的董事或者独立董事控制，负责实施内审控制职能，监督公司财务的披露程度和真实性。审计委员会负责聘用、指导和监督会计师事务所注册会计师的审计工作，并且决定报酬的给付，安排会计师事务所的聘用期限与上市公司高管任职期限错开，注册会计师直接向审计委员会负责并报告工作。将外部审计权力归于审计委员会可以有效地将注册会计师与公司高管隔离、使注册会计师更好地发挥其外部监督的作用。

2. 完善财务舞弊责任制度，加重高管财务舞弊的惩处力度。

对于高管的财务舞弊责任，《公司法》只规定了行政和刑事责任，未详细规定如何追究行政和刑事责任。就行政和刑事责任而言，《公司法》第二百零三条规定，“公司在依法向有关主管部门提供的财务会计报告等材料上作虚假记载或者隐瞒重要事实的，由有关主管部门对直接负责的主管人员和其他直接责任人员处以三万元以上三十万元以下的罚款。”第二百一十六条规定，“违反本法规定，构成犯罪的，依法追究刑事责任。”对于高管对投资者和股东的民事赔偿，《证券法》第六十九条规定，“发行人、上市公司公告的招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告以及其他信息披露资料，有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，发行人、上市公司应当承担赔偿责任；发行人、上市公司的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外”。在责任认定方面，近年来的最大进步是建立了“举证责任倒置”制度，规定由高管

来证明其对财务舞弊行为不负有过错责任，这客观上加重了高管的财务舞弊责任。尽管如此，对于高管如何履行连带赔偿责任仍没有明确规定。建议从两个方面来落实高管连带赔偿责任，一是引入集团诉讼机制，促进受损失的投资者通过诉讼方式追究高管的连带赔偿责任，二是强化判决执行环节，从根本上落实高管对股东的连带赔偿责任。

（三）高度重视股权激励合规性监管，防止股权激励的负面作用

尽管 2006 年 1 月颁布实施的《上市公司股权激励管理办法（试行）》对激励种类、激励条件、激励对象、股票来源、行权程序等作出了原则性规定，但如果上市公司制定的激励方案不够合理或健全，它就会成为高管侵占股东利益的新手段。特别是对某些内部人控制现象比较严重的上市公司，股权激励有可能成为高管“掏空”上市公司的主要手段。例如，某些上市公司制定的行权价格或授予价格¹明显偏低；在获得股份后，一些上市公司高管可能通过操纵公司利润或重大信息披露来提高股价以便卖出股份获利，等等。因此，如何监督上市公司制定合规、健全的股权激励计划、防范股权激励的负面作用将成为高管行为监管的重要内容。

加强上市公司股权激励合规性监管主要包括以下三方面：

1．加强对公司治理、内控制度的监管和评价

实施股权激励应以完善的公司治理结构、健全的内控制度为前提，否则很容易演变成高管谋取个人私利的新工具，这一问题对于所有者缺位、内部人控制严重的国有上市公司显得尤为突出。

2．制定股权激励要素的确定标准，对高管的考核应建立一套动态、科学的考核体系。

主要激励要素包括价格确定、有效审批机制、股票来源、独立财务顾问的聘请以及信息披露²等。目前实施的股权激励计划存在着行权条件过于宽松、行权价格不合理等问题，对高管的考核仅仅停留在静止、孤立的财务指标上，亟需建立一套动态、科学的高管考核体系。

¹ 根据中国证监会证监颁布实施的《上市公司股权激励管理办法》（试行），上市公司的高管和员工可以获得本公司的股票或股票期权，即用于激励的标的可以是本公司的限制性股票，也可以是以本公司股票为标的的股票期权。上市公司全部有效的股权激励计划所涉及的标的股票总数累计不得超过公司股本总额的 10%。

² 为了进一步提高上市公司激励计划的透明度，2007 年新版上市公司半年报准则要求上市公司应当披露股权激励计划的相关内容，并要求上市公司披露董监事和高管本期增持股份数量和本期减持股份数量。

3. 建立股权激励非法所得返还机制

对上市公司高管通过财务舞弊行为取得的股权激励或其它收益以及业绩奖励，在高管因此而被监管部门处罚后，在舞弊行为发生若干年内应由上市公司追缴，或由监管部门罚没，以抑制高管造假动机。这类似于《2002 年萨班斯—奥克斯利法》规定的“ 报酬返还义务 ”：如果企业财务报表违反规定而被监管部门处罚，高管应将该财务报告公告起一年内所领取的红利、处置公司股票已实现的收益等返还给公司。“ 食言吐利 ” 条款作为一种事后救济方式，较好地解决了高管通过财务舞弊方式获得巨额股权激励收益的问题，值得我们借鉴。（详情请参阅附件（二）之《2002 年萨班斯-奥克斯利法案》对高管行为的重要影响）

（四）完善处罚体系，提高处罚对公司高管的约束力

1. 现行行政处罚存在的两个主要缺陷

根据目前相关法规的规定，一旦上市公司高管出现违规行为，将主要面临两方面的处罚——来自监管部门的行政处罚和来自中小投资者的法律诉讼。在行政处罚方面，主要存在两方面缺陷，它们直接降低了行政处罚的惩戒作用。

首先，处罚的力度过低。尽管自 2006 年新《公司法》和《证券法》实施以来，以及刑法修正案相继颁布实施后，对虚假信息披露、掏空上市公司、挪用客户资金、操纵市场等严重侵害投资者权益的犯罪行为的惩罚力度已经大大提高了，但总体上看，违法违规成本与收益之间仍存在严重的失衡，违规成本过低令惩罚缺乏应有的威慑力。例如，在 2007 年 7 月 25 日中国证监会公布的第三批行政处罚决定书中，“ 11 张罚单，总计罚款仅 524 万元 ”，与违规行为所得相比简直微不足道。其次，处罚的时效性不足。在以往的处罚案例中，许多违规行为在发生三四年之后才受到行政处罚，更严重的滞后也屡见不鲜。时过境迁的处罚往往不能达到应有的警示效果。

因此，改变违规收益与成本之间失衡的状况、提高惩戒的时效性，成为约束高管违规行为的重要方面，这主要包括完善非处罚性监管措施和强化司法审判（主要是通过股东集团诉讼机制）两方面。

2. 完善非处罚性监管措施，提高威慑力

相比行政处罚及司法审判，非处罚性监管措施具有监管效率高和时效性强的重要优势。因此，完善非处罚性监管措施、提高威慑力，可以构筑起高管行为监管的第一道屏障，能较好地弥补行政处罚和司法审判的缺陷。

首先，建立高管诚信体系，引入不适当人选制度。通过完善诚信档案，加强对高管的诚信监管，将严重失信和违规人员列入不适当人选，使之成为“经济身份证”的污点，有利于提高违规成本，起到有效的震慑作用。应建立高管数据库，记录取得高管任职资格的人员的身份信息、任职资格信息、执业行为、违法违规情况等内容。对严重违规的上市公司高级管理人员，实行严格的市场禁入。对违背行为准则并被证券监管机构认定为不适当人选的高管，将责成上市公司及时按照法定程序予以撤换。对严重违规的高管，实行严格的市场禁入；对构成犯罪的，依法追究刑事责任。

其次，完善责令整改、通报批评、公开批评或谴责、责令暂停履行职责、暂缓受理申请等一整套非行政处罚性措施，对高管的失信和其他违规行为做出迅速快捷的反应，使监管措施立即作用于被监管人，能够提高监管效率和效果，有效地弥补行政处罚或司法审判程序复杂、进程缓慢、取证困难等不足。

第三，与股权激励等挂钩，提高非行政处罚措施的威慑力。这方面最成功的案例是将股权激励与交易所的公开谴责相挂钩所产生的效果。根据《上市公司股权激励管理办法（试行）》第八条第二款的规定，最近三年内被证券交易所公开谴责或宣布为不适当人选的、最近三年内因重大违规行为被中国证监会予以行政处罚的高管，将不得成为激励对象，这样，一旦高管因为违规行为而受到证监会的行政处罚或者交易所的公开谴责，就将失去获得股权激励的机会，从而极大地影响高管的个人利益。这也从另一个方面加大了交易所公开谴责和证监会行政处罚的惩戒力度，提高了高管违规成本。2007年8月宝新能源副总经理张剑峰涉嫌内幕交易而受到深交所公开谴责，并可能成为因遭证交所公开谴责而被取消股票期权计划的国内上市公司高管“第一人”，损失预计近三千万元。这种处罚力度是前所未有的，有助于大大提高非行政处罚的惩戒作用。（详情请参阅附件（一）之宝新能源副总经理张剑峰涉嫌内幕交易）

3. 提高诉讼可能性，强化司法审判对高管的约束力

尽管与行政处罚相比，司法审判具有审判程序复杂、对证据质量要求很高等不利因素，且从实际执行效果看，行政处罚对证券犯罪也有较大的威慑力，但行政处罚的措施（以罚款为主）难以落实为对投资者的救济，表现出行政处罚在保护投资者利益方面具有很大的局限性。在这种情况下，完善以司法救济为基础的投资者保护机制显得尤为迫切。西方成熟市场建立了民事诉讼机制，集团诉讼、衍生诉讼等强化了投资者民事诉权，实现有伤害必有救济的司法理想，值得我国证券市场学习和借鉴。新《公司法》、《证券法》的一个显著的特点就是突出了保护投资者权益，特别是中小投资者权益。“两法”完善了上市公司高管的民事赔偿责任，并增加了诉讼的范围，上市公司面临的法律责任风险有可能转移到公司高管身上。如果违反有关规定，高管被股东起诉的概率比以往有明显增加。

具体来说，通过引入集团诉讼等机制，提高司法审判的可行性和效率，可起到加大对高管的约束力、提高监管效率的目的，从而有效增强投资者保护。提高诉讼可能性、保障中小股东受侵害时的诉讼权，需要在以下五方面为中小股东起诉高管行为过失创造条件：第一，取消证券民事赔偿诉讼中的“前置程序”，这是强化投资者诉权、降低其通过法律诉讼保护自身合法权益的重要措施。待条件进一步成熟后，审判机关最终无条件受理证券市场发生的各种民事纠纷案件，投资者在合法权益受到侵害时按自由意志行使诉权。第二，扩大证券民事赔偿诉讼的范围，从虚假陈述扩展到内幕交易、市场操纵等各种使投资者利益受到损害的情况。第三，在证券民事诉讼领域引入集团诉讼机制，使得没有起诉的受损投资者也能够按照法院判决获得同等赔偿，从而增加侵权人的违法成本和对它的威慑力。¹第四，在法律规定上要给予中小股东充分的法律支持，赋予其足够的起诉权力，并明确规定证券侵权行为的民事责任。第五，降低中小股东诉讼的法律成本，如引入“投资者风险代理机制”，即由原告律师垫付诉讼费用，并承担败诉风险，或者由投资者保护基金酌情垫付或代付诉讼费用等。

¹ 不过，一个客观事实是，上市公司高管人员的日常薪酬无法对抗可能的证券民事诉讼风险。根据 2005 年年报统计，上市公司高管平均薪酬最高是广东地区，平均为 26.68 万元，北京第二，为 24.46 万元，上海为 20.50 万元，陕西最低，为 5.95 万元，而单个公司的最低水平仅 1 万元，全国平均水平在 15 万左右。相比之下，民事诉讼标的比较大。为此，一种被海外公司高管用来回避风险的险种——董监事和高管责任保险，开始受到内地上市公司高管及相关方面的关注。上市公司一般可通过购买高管责任保险来保护管理层在履行管理职务的过程中，因管理过失给第三人造成损害而遭到他人索赔。现阶段，我国上市公司为董事和高级管理人员购买董责险的不超过 2%，其中境外上市企业及 A+H 股企业占了一半以上，内地上市企业屈指可数。而欧美的这一比例高达 90% 以上，中国香港的投保比例也基本过半。此外，随着股权激励措施的实行，高管来自股权激励的实际收益可能远远超过其日常薪酬，一旦建立了追偿机制，这部分收益可能被用于赔偿投资者损失。

附件（一） 股份全流通后我国上市公司高管行为变化案例

案例	案情摘要
<p>辽宁成大高管 被指“变相”管 理层收购</p>	<p>因为一桩蹊跷的增资扩股，辽宁成大（600739）的高管被指责存在侵占股东利益、非法进行利益输送的行为。主要事实为，2006年4月28日，以董事长尚书志为代表的辽宁成大管理层通过“先斩后奏”的方式增资购买公司旗下辽宁成大生物技术有限公司（现已更名为辽宁成大生物股份有限公司，下称成大生物）的股权，并获取了巨额的投资收益。上市公司因此流失净利润多达3277万元，折合最新股本，每股净收益减少0.0365元。</p> <p>成大生物成立于2002年6月17日，主营业务为研发、生产生物疫苗。注册资本为3000万元人民币，其中辽宁成大出资2400万元，占注册资本的80%，辽宁省生物医学工程研究院有限公司（下称生物工程研究院）出资600万元，占注册资本20%。</p> <p>2006年4月28日，辽宁成大发布公告，公司控股子公司成大生物增加注册资本1380万元，增加的注册资本资金为生物工程研究院和自然人对其出资1531.80万元，其中生物工程研究院出资222万元，本公司关联人（尚书志、葛郁、李宁及部分高级管理人员、监事）出资621.60万元，其他自然人出资688.20万元。公告同时表示，按照辽宁天健会计师事务所有限公司辽天会内审字[2006]143号，以成大生物2005年12月31日经审计的净资产值为依据，按原出资额的1.11倍确定，将新增出资额折算为新增注册资本1380万元，溢价部分计入成大生物的资本公积。辽宁成大此次不对成大生物增加出资。</p> <p>到了2007年4月16日，辽宁成大公又告称，当日，辽宁成大董事会通过了一项关于提请股东大会审议的议案。根据公告，该增资议案已经在2006年4月28日公司第四届董事会第二十五次（临时）会议审议通过，增资事项也已经实施完毕，但公司董事会在法人治理结构的自查中发现，按照广义的理解，上述交易事项需经公司股东大会同意，为从严执行相关规定，公司董事会提请公司2006年度股东大会予以审议批准。2007年5月8日，在辽宁成大2006年度股东大会上上述增资议案顺利获得通过。</p> <p>显然，增资行为既成事实，却让股东大会进行表决，这其中必有缘故：即在成大生物获利形势非常明朗的情况下选择增资扩股，而原持有80%股权的上市公司却突然放弃这几百万增资的权利，转而让其高管认购。</p> <p>成大生物在官方网站上的宣传资料显示，公司于2002年6月成立，2004年公司开始了成大速达TM人用狂犬病疫苗的工业化生产，年产规模达300万人份以上，2005年5月8日产品正式上市，全球接种已经超过300万人次，其卓越的安全性和保护效果已经得到广泛认可。2005年9月，公司二期工程建设正式启动，建成了3000平方米的乙脑疫苗生产车间，在先进技术平台基础上自主研发的乙脑灭活疫苗，不含任何防腐剂，免疫原性和安全性均达到国际标准。2006年8月11日公司提前完成2006年销售指标。辽宁成大2006年的年报显示，2006年成大生物实现主营业务收入2.11亿，净利润接近1.3亿。可以说，成大生物是中国疫苗行业的领跑者。假如未来成大生物分拆上市成功，则辽宁成大高管无异于抓住了一次暴富机会。</p> <p>辽宁成大的部分投资者认为，辽宁成大高管利用权力和信息不对称购买上市公</p>

	司最赚钱、收益率最高的子公司的股份，是变相的管理层收购，严重损害了广大投资者的利益。
天山股份原副总经理陈建良因内幕交易行为被行政处罚	<p>2007年5月15日天山股份(000877)披露,公司2007年5月14日接到中国证监会行政处罚决定书,证监会决定对时任新疆天山水泥股份有限公司副总经理陈建良的内幕交易行为罚款20万元。这是证监会近年来查处的首例上市公司高管利用内幕信息牟取不当利益的案件。</p> <p>2004年6月24日,天山股份原第一大股东新疆屯河投资股份有限公司与中国非金属材料总公司签订了《股份转让协议书》,将其所持新疆天山水泥股份有限公司部分股权转让给后者。天山股份于2004年6月29日披露了上述股权转让事项。在该股权转让协议签订之前的2004年6月10日至15日期间,相关中介机构人员进驻天山股份,对其进行全面调查,为签署股权转让协议做准备。最迟至2004年6月15日,天山股份向下属公司,包括陈建良及其所任职的江苏事业部,通报上述股权转让谈判将进入实质性阶段的情况,陈建良本人在此期间也曾向天山股份询问股权转让进展情况。陈建良利用其控制的代码为34435(户名:陈建良)36076(户名:黎明)资金账户及其下挂0101760684、0102281334、0102453453证券账户,自2004年6月21日起交易天山股份股票,至2004年6月29日上述信息公告前,合计买入164.6757万股,卖出19.5193万股。</p> <p>中国证监会认为,陈建良的行为违反了原《证券法》第六十八条、第七十条的规定,构成了第一百八十三条所述的内幕交易行为。根据当事人违法行为的事实、性质、情节与社会危害程度,中国证监会决定对陈建良罚款20万元。</p>
湖北博盈总经理陈旭晖的选择性信息披露行为	<p>2006年9月15日,深交所发出公告,对湖北博盈投资股份有限公司总经理陈旭晖违反公平信息披露原则的选择性信息披露行为进行公开谴责。这是中国内地证券市场首例因选择性信息披露而遭交易所公开谴责的违规行为。</p> <p>经查明,湖北博盈投资股份有限公司(000760)总经理陈旭晖于2006年6月24日下午,在深圳接待中信券商研究人员调研时,除提供了公开披露的股权分置改革方案内容外,还向该研究员描述了公司实际控制人金浩集团公司的背景和相关商业地产项目内容,展望了公司未来远景规划。6月27日,该研究人员在其调研报告《持续高增长商业地产龙头》中披露了公司未公开重大信息。</p> <p>博盈投资则于2006年7月4日发布澄清公告称,中信证券曾于6月27日以《持续高增长商业地产龙头》为题刊发了其对该公司的调研报告,报告称:“该公司有望成为持续高增长的商业地产龙头,且集团承诺把12个商业地产项目注入公司,商业地产的开发经营将成为公司未来主业,并认为这些项目的注入将至少保证该公司近5年的高速增长。”并预计2006年将通过现金收购或定向增发的方式注入上市公司1至2个项目;报告还对具体项目进行了介绍。澄清公告发布后,博盈投资股价异动明显:自7月5日股改复牌后的6个交易日中,该公司股价从5.51元飙升至9.03元,经历了连续5个涨停板,涨幅达到76.7%,最高股价曾达到9.36元。</p> <p>深交所认为,陈旭晖的上述行为属于向特定对象披露公司未公开重大信息,违反了公平信息披露原则。鉴于此,深交所对陈旭晖给予公开谴责的处分,并将陈旭晖的上述违规行为和处分,记入上市公司诚信档案,向社会公布。</p>
S*ST天水重组敏感期高管违规炒股	<p>2007年7月13日,S*ST天水(000877)发布公告称,在公司进行重大资产置换过程中,公司董事、副总经理兼总会计师严仁忠等人及相关人,在公司大股东股权划转、重大资产重组过程中买卖公司股票共获利6898.24元。因该行为违反《证券法》有关规定,全部上缴公司所有,并保证今后不再发生此类行为。这是该公司在5月发布原副总经理陈建良因内幕交易行为罚款20万元之后第二次公告高管违规炒股</p>

	<p>行为。</p> <p>上述买卖行为具体为：严仁忠配偶于 2004 年 6 月 29 日以每股 4.43 元的价格买入 S*ST 天水股票 500 股，于 2006 年 6 月 28 日以每股 4.94 元的价格卖出，获得收益 234.04 元；又于 2006 年 8 月 4 日，以每股 5.22 元买入 S*ST 天水股票 400 股，并于 2006 年 9 月 7 日以每股 5.60 元卖出，获得收益 134.69 元。收益合计 368.73 元。公司董事刘辉的亲属曾于 2006 年 8 月 16 日，以每股 5.59 元的价格买入 S*ST 天水股票 500 股，并于 2006 年 10 月 11 日以每股 6.50 元的价格卖出，获得收益 438.96 元。</p> <p>同时，公司重大资产重组标的公司天津天保房地产开发公司高管杨葆军曾于 2006 年 11 月 27 日，以每股 6.70 元的价格买入 S*ST 天水 2000 股，并于 2006 年 12 月 20 日以每股 8.00 元的价格卖出，获得收益 2482.40 元。天津市建筑材料集团（控股）有限公司董事胡景山于 2006 年 11 月 15 日，以每股 7.15 元的价格买入 S*ST 天水股票 1000 股，并于 2007 年 2 月 12 日以每股 8.60 元的价格卖出，获得收益 1399.90 元。</p>
宝新能源副总经理张剑峰涉嫌内幕交易	<p>2007 年 8 月 10 日，深交所发布公告，公开谴责违规买入本公司股票的宝新能源副总经理张剑峰。张由此可能成为因遭证交所公开谴责而被取消股票期权计划的国内上市公司高管“第一人”，因此可能损失近三千万元。此前的 6 月 3 日，针对张剑峰在公开披露重大信息前违规买入本公司股票问题，深交所快速启动相关处罚程序并向有关当事人发出《处分事先告知书》。</p> <p>经查明，在宝新能源 5 月 31 日公告投资参股国都证券前，张剑峰于 5 月 29 日上午分两笔购入公司股票 23300 股，均价 22.34 元，成交金额 52 万元。张剑峰上述行为违反了《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》第十三条第三款和《深圳证券交易所上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理业务指引》第十九条第三款之规定。鉴于张剑峰的上述违规事实和情节，深交所根据有关规则对张剑峰给予公开谴责的处分，将记入上市公司诚信档案，并向社会公布。</p> <p>据了解，在宝新能源首期股票期权激励计划中，张剑峰被授予 110 万股股票期权；2007 年 2 月 16 日宝新能源《首期股票期权激励计划》股票期权数量和行权价格调整及有关事项的公告显示：该公司《激励计划》激励对象所获授的股票期权数量由 2700 万份调整为 5400 万份，同时每份股票期权行权价格由 10.85 元调整为 5.41 元。以 8 月 10 日收盘价 18.93 元计算，张剑峰被授予的股票期权的价值为 2974.4 万元。根据 2006 年 1 月起施行的《上市公司股权激励管理办法（试行）》，在最近 3 年内被证券交易所公开谴责或宣布为不适当人选的，不得成为激励对象，因此，张剑峰被深交所公开谴责将影响到其股票期权计划。舆论认为，张剑峰违规买股代价惨重，真可谓是“捡了芝麻丢了西瓜”。</p>

附件（二） 美国上市公司高管行为及监管措施

美国高管违规行为特点	<p>美国上市公司的股权结构中，法人持股的比重比较低，公司股票绝大部分掌握在个人股东手中。例如，1996 年美国上市公司中个人持股比例达 49%，投资基金、退休保险基金分别占 12% 和 28%。相对于德国的 15% 和日本的 20%，美国个人投资者所占比重较高，股权结构表现出相对分散的特点。同时，总裁和董事长合一的比重很高，约占 80%，且董事会成员中独立董事的比重较高，达 60% 左右。因此，美国上市公司治理结构的特点是，公司的权力较大程度集中于 CEO，且以独立董事来制约 CEO 行为，个人投资者很难形成对高管行为的有效约束。基于上述特征，美国存在比较典型的所有者与经营者之间的委托代理关系，高管可能通过财务舞弊、股权激励等渠道，以损害所有股东的利益为代价来实现个人利益最大化。相比之下，我国的情况有所不同，除了国有控股上市公司外，绝大多数上市公司都存在着最终控制人，因此，委托代理关系主要表现为控股股东与中小股东之间的关系，即控股股东侵害中小股东利益，高管行为很大程度是控股股东意志的体现。</p> <p>由于股权分散和社会化，使得企业的控制权在经营者手中，形成“强管理者、弱所有者”的现象，经营者很容易成为企业的绝对控制者。相应地，高管行为的一个显著特点是，借助股票期权激励机制、通过盈余管理甚至财务舞弊来实现利益最大化。在经营者的激励方面，美国实行的主要是“年薪+奖金+股票期权”的激励机制。1990 年以来，股票期权已经成为美国上市公司高管的主要报酬方式，并不断拉大高管与普通员工之间的报酬差距。</p> <p>股票期权在有效解决委托代理问题的同时，也产生了很大的负面作用。以股票期权为主的激励机制使得上市公司高管过分关注股票价格的波动，优先考虑最能影响股价的因素——证券分析师常常用来判断公司当期收益和未来收益的财务数据。在经营的外部环境恶化、实际经营业绩远未达到预期目标，以及 20 世纪 90 年代以后华尔街分析师盈利预期的巨大影响压力下，管理层为了一己之私利，用盈余管理甚至财务舞弊来迎合华尔街的盈利预期，滋生“报喜不报忧”的氛围，借机哄抬股价，以此来获得高额的报酬，最终把股价下跌的损失转嫁给投资者。安然及其他类似事件东窗事发后，迫使人们反思股票期权对高管的激励作用，认为股票期权激励方式使高管更倾向于将经营目标设定为获取短期的股票价格收益，已成为高管进行财务舞弊的主要利益驱动。</p> <p>总体上看，针对高管违规行为，独立董事的监督 and 制约作用不大，有些甚至形同虚设，以独立董事来制约 CEO 行为的效果远不如预期。此外，安然公司事件进一步表明，外部监督的注册会计师已经与公司高管内外勾结，共同进行盈余管理甚至财务舞弊。这些特征表明，原有的法律体系对高管的监管已经部分失灵，由此导致美国很快通过了《2002 年萨班斯-奥克斯利法案》（Sarbanes-Oxley Act of 2002，简称 SOX Act）。</p>
《2002 年萨班斯-奥克斯利法案》对高管行为的重要影响	<p>SOX 法制定了监管上市公司高管的若干新举措，对于美国公司治理产生了巨大影响，对于我国上市公司高管监管也有不容忽视的借鉴意义。</p> <p>第一，强化公司董事、高管的信息质量责任。</p> <p>在安然事件中，负有责任的董事、高管通过包装财务报告虚报了近 6 亿美元的盈余和掩盖 10 亿多美元巨额债务。为了防止财务欺诈的愈演愈烈，SOX 法要求上市</p>

公司董事和其他高级管理人员履行定期财务报告的书面确认义务:(1)本人已经复核了该报告,确认包含财务报表的定期报告完全遵循《1934 证券交易法》第 13(a)条或 15(d)条的要求;(2)基于本人的理解,报告中不存在有关重要事项的虚假陈述、遗漏或误导;(3)基于本人的理解,定期报告中披露的财务信息真实地反映了上市公司的财务状况和经营成果;(4)本人负责建立和维护内部控制系统,确保能够了解信息发布者及其附属机构的重要信息,尤其是定期报告编制期内的信息。在报告提交之前的 90 天内本人评估了内部控制系统,并得出有效性的评价结论;(5)在内部控制上,本人已经向公司外部的注册会计师和公司内部的审计委员会披露了内部控制系统设计和运作的所有重大缺陷和弱势,披露涉及公司管理人员和有重要地位的其他雇员的一切欺诈行为,不论严重与否;(6)如果内部控制系统发生重大变化,本人必须声明是哪些因素导致了这些变化,并声明是否已经采取措施纠正了内部控制系统缺陷。

第二,制定上市公司高级财务管理人员的职业操守,重视诚信教育。

SOX 法要求上市公司制定有关高级财务管理人员的“道德法典”。每个上市公司向 SEC 报送定期财务报告的同时,还要说明是否制定了适用于高级财务负责人的职业操守,如果没有制定相关规范,应当说明原因;上市公司还需制定申报表格 8-K,并通过互联网或其他电子方式,迅速披露高级财务负责人职业操守的修改或免责情况。此外 SOX 法还明确了遵守职业操守的认定标准:(1)诚实、道德的行为,包括处理私人利益与职责发生明显冲突时的道德准则;(2)上市公司申报的定期报告中的信息披露应该全面、公正、准确、及时和易于理解;(3)与相关的政府规则和规章相符合。

第三,限制董事、管理者的薪金及股本收益的取得,发布贷款禁令。

董事、管理者财务造假的目的是抬高股价,在证券交易中牟取暴利,并将最后的风险转嫁给投资者和股东。如果对董事、管理者可疑收入的取得做出限制,并通过禁止支付、冻结等措施追回违法所得,使其所做的一切都是徒劳,既打击违法者的嚣张气焰,也能为受害的投资者追回损失。所以 SOX 法做出如下规定:(1)一旦上市公司出现提交的财务报告有重大违规需要更正时,CEO 和 CFO 在违规报告首次公布或向 SEC 申报报表之日起 12 个月内获得的一切与业绩有关的报酬,包括从公司收到的所有奖金、红利或其他股本性酬金,必须向公司返还;(2)缩短公司董事、管理者买卖股票的申报期间。持有公司已发行证券的 10%以上的董事、管理者买卖公司证券时,向 SEC 申报交易的时间由交易发生当月的最后 10 个工作日缩短至交易发生后的第二个工作日;(3)禁止上市公司在接受政府或司法调查期间对董事、高级经理或控股股东支付任何重大款项。

第四,强化上市公司审计委员会沟通和监督公司管理层的作用。

SOX 法极为重视上市公司审计委员会的作用。为确保独立性,SOX 法要求上市公司董事会下设的审计委员会的每一个成员必须是独立董事,其中至少要有一名财务专家。除了领取董事津贴、审计委员会津贴外,委员会成员不能接受上市公司或公司的关联人或下属企业的任何咨询费、顾问费或其他报酬。避免定位过宽,工作量太大,以致没有足够的时间和精力去洞察、分析公司深层、重大的财务和经营管理及决策问题。新法对审计委员会的职能做出明确的列举:(1)对注册会计师制定或签发审计报告的相关工作进行监督和指导,并决定注册会计师报酬偿付的相关事宜。协调、解决公司管理层与注册会计师对于财务报告的不同意见。注册会计师直接对审计委员会报告工作,并对其负责。(2)接受、保留、处理上市公司的会计、内部审计控制或审计事务的投诉,并确保雇员可以对可疑的会计、审计事务进行匿名举

	<p>报。(3) 在有必要或履行职责的情况下, 有权聘用独立的律师或其他顾问。实际上, 上市公司审计委员会一方面要处理内部审计与管理层之间的分歧, 与管理层融通关系, 另一方面要在管理层和注册会计师之间构筑隔离带, 对管理层形成监督作用。</p> <p>第五, 授予美国证券交易委员会 (SEC) 对董事和管理者更广泛的监管权力。</p> <p>除了发挥注册会计师的外部监督职能外, SOX 法通过赋予 SEC 更大的监管权力来实现外部制衡。SEC 对其认为欺诈或者不称职的上市公司董事和其他管理者有发布解职令的权力, 并可以有条件或无条件、暂时或者永久禁止此人在上市公司担任董事和其他管理职务。这项权力过去只有法院才享有; SOX 法责成 SEC 制定一系列规则, 确保上市公司信息披露的真实、准确和及时; 要求 SEC 或者全美证券商协会在一年内采纳关于防止证券分析师利益冲突的规则。此外还强化了 SEC 冻结支付的权力。当一个上市公司被司法调查时, SEC 可以对上市公司暂时冻结对公司董事、经理的各种收益的支付, 冻结期不少于 45 天, 最长达 90 天。除此以外还赋予 SEC 对公司董事和管理人员的免责权限, 使其监管更灵活。加强 SEC 对公司董事和管理者的监管, 目的在于对董事和管理者进一步形成外部力量的制衡。(转引自: 饶艳、刘泉 (2005), 后安然时代董事及高管人员的监管, 第 157 - 159 页)</p>
--	--

参 考 文 献

冯玉华、李延振、徐茂龙，后股权分置时期上市公司高管人员行为及监管对策研究，广东证监局课题组，2006 年 9 月。

华观发、邢莉云，一桩蹊跷交易背后：辽宁成大高管是否利益输送？，21 世纪经济报道，2007 年 6 月 6 日。

黄世忠、陈建明，美国财务舞弊症结探究，会计研究，2002 年第 10 期。

刘成彦，股改后上市公司大股东交易行为的变化与监管研究，深圳证券交易所博士后工作站出站报告，2007 年 8 月。

饶艳、刘泉，后安然时代董事及高管人员的监管，江苏商论，2005 年 12 月。

张育军，后股权分置时代监管、创新与市场发展，证券市场导报，2006 年 7 月。

朱红军，我国上市公司高管人员更换的现状分析，管理世界，2002 年第 5 期。

内部报告 仅供参考
版权所有 侵权必究

本报告仅代表个人意见，不代表所在单位观点。

地址：深圳市福田区红荔西路 203 栋

电话：0755-83203511

传真：0755-83203431

邮编：518028
