

中国公司治理报告(2003) 摘要

上海证券交易所研究中心

一、中国上市公司治理改革十大进展

二十世纪九十年代中后期以来,中国各界开始格外关注公司治理在公司运作中的重要意义。立法与执法机构、监管机构、有关自律组织先后出台了一系列改善上市公司治理机制的规则,上市公司治理正在开始走向规范。

1. 政府角色重新定位

中国市场经济脱胎于传统的计划经济,因此政府在公司治理中一方面扮演着社会公共职能部门的角色,另一方面又担当着举足轻重的所有者角色。为了减少政府系统的角色冲突和提高国有企业的运行效率,中国的国有资产管理体制在不断改革和不断试验的过程中不断探索新的途径。

2002年11月8日,中共十六大报告确立了国有资产管理体制改革的新方向。2003年4月6日,国家国有资产监督管理委员会正式挂牌成立。新的国有资产管理体制改革在国资管理职能和社会公共职能分离方面迈出了关键一步,无疑将为政府在微观经济运作和公司治理中的准确定位奠定制度基础。

2. 法律与监管环境持续改善

囿于立法时的观念与实践,《公司法》和《证券法》明显存在着诸多不足。例如,对中小股东保护不足,过于强调倚重行政监管手段对市场主体不规范行为实施直接限制等。

公司治理的法律和监管环境建设在2002年取得了重大进展。最高人民法院相继出台了《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》和《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》,中国证券民事赔偿机制的建设终于开始起步。2002年中国证监会和原国家经贸委联合颁布的《上市公司治理准则》,则成为中国企业推进公司治理实

践的纲领性文件。

3. 大股东侵占上市公司利益现象受到抑制

近几年来，为防止大股东侵占上市公司的利益，中国证监会和有关政府机构先后制订了相关规则，要求控股股东不得以任何理由侵占上市公司利益。

在关联交易方面，财政部 1997 年颁布的《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》和中国证监会、国家经贸委 2002 年颁布的《上市公司治理准则》均要求公司必须对关联方交易予以披露，并确保交易价格的公允，独立董事应就此发表独立意见。一些上市公司也据此要求大股东偿还被占用的公司资产，有些甚至对簿公堂，对大股东的不法侵占公司资产行为提起诉讼。

4. 董事会独立性和重要性增强

随着监管机构与自律组织对董事会独立性日益重视，中国上市公司董事会的独立性和重要性近年来取得了较大的改善。

首先，一些公司已开始改善其董事会的结构与功能，日益强调公司董事会在公司治理中的核心地位。其次，根据中国证监会 2001 年 8 月发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，上市公司纷纷聘请了有关人士担任公司的独立董事，对维护董事会的独立性起到了一定的作用。此外，一些上市公司董事会设立了多个董事会下属专业委员会，如投资委员会、审计委员会、战略委员会等，以独立行使董事会的某些专业职能。

5. 新的激励机制在探索中前行

在现有法律规定下，中国企业在改革激励机制方面主动地进行了大量的探索，从股权关系上使经营者和所有者的利益紧密联系起来，从而增进股东价值。

目前，中国上市公司已经实施的股权激励主要有以下四种代表性的做法：(1) 用部分奖金购买二级市场流通股模式；(2) 虚拟股票模式，根据公司管理层的业绩考核结果和奖励规则，以当时股票市价折算奖励一定量的虚拟股票；(3) 奖励绩效股份模式，公司提取部分年度净利润，用于为激励对象购买本公司的流通股股票并作相应冻结；(4) 强制购股并锁定模式，要求公司高管必须持有有一定数量的公司发行在外的社会公众股。

6. 公司控制权市场起色明显

近年来，中国公司控制权市场取得了一定的进展。根据 2002 年证监会和国家经贸委对公司治理调查的结果，共有 338 家公司（约占总数的 30%）在上市

后通过非流通股股权转让发生过控制权转移。

2002年10月，中国证监会颁布《上市公司收购管理办法》，为公司控制权市场的运作和进一步发展提供了良好的制度架构。2002年11月，中国证监会、财政部和国家经贸委联合发布《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》，允许向外商转让上市公司的国有股和法人股。随着一系列并购重组政策措施的出台，上市公司并购逐渐走向具有长期效应的战略性并购。

7. 机构投资者规模迅速扩大

自1998年以来，在一系列政策的鼓励和培育下，中国证券市场机构投资者队伍迅速壮大，尤其是证券投资基金获得了空前发展，在公司治理中的积极作用开始显现。

2002年11月，中国证监会和中国人民银行联合发布了允许合格境外机构投资者（QFII）投资中国A股市场的政策。合格境外机构投资者更为重视所投资对象的公司治理因素和持续经营能力，其进入中国证券市场将对股权市场效率和公司治理水平的提高产生积极影响。

8. 债权人在公司治理中的角色得到关注

近年来，中国的国有商业银行在市场化转型方面取得明显进步。国有商业银行按照国际准则与操作标准，全面推行贷款质量“五级分类”制度，完善信贷资产质量评价、考核的体系与办法，不断改善信贷业务内控机制和信用风险管理；通过引入专业化的资产管理公司盘活存量资产，降低不良贷款比例；优化新增贷款投向，提高信贷资产质量。长期以来国有商业银行消极的资金提供者角色发生了明显变化，信贷市场对于债务人公司的外部约束日益得到加强。

9. 自律组织和中介机构作用上升

伴随着市场经济的成长，中国会计师事务所行业快速发展，会计审计领域的改革进程不断加快。截止到2002年底，中国先后制定了五批共46项独立审计准则，初步建立了独立审计准则体系。会计师及会计审计行业在自身不断成熟的同时，在证券市场运行中发挥着越来越重要的作用。

此外，一些自律组织与行业组织也开始积极参与改进中国上市公司治理的进程之中。2000年10月，上海证券交易所在为时两年的广泛调查和研究的基础上，拟定并颁布了《上海证券交易所上市公司治理指引》。这是中国第一份全面、系统、具有很强针对性和可操作性的规范上市公司治理机制的指导文件。

10. 信息披露形式上渐趋完善

经过证券监管部门近几年的努力，中国在信息披露制度建设和信息披露水平提高方面已取得了显著进展。主要表现在：

一是在信息披露规则体系方面，中国已形成了以《证券法》为主体，相关的行政法规、部门规章等规范性文件为补充的多维度、多层次的上市公司信息披露制度框架。

二是在信息披露标准方面，中国一方面加紧具体会计准则的制定工作，另一方面统一了传统的分行业会计制度。中国会计准则与国际会计准则的差异正在不断缩小。

三是信息披露对改善治理的重要性已越来越受到重视，上市公司通过单独披露公司治理的相关信息，提高公司治理的透明度。

二、中国上市公司治理八大基本问题

由于目前中国上市公司大部分系由国有企业转制而来，而且中国证券市场还是一个新兴市场，上市公司治理机制的健全和完善还只是刚刚起步，因此，上市公司治理不可避免地还存在着诸多问题。概括起来，中国上市公司治理存在的基本性问题有如下八个方面。

1. 股权结构不合理

中国上市公司股权结构具有四个突出特点：一是流通股的比重非常低，绝大部分股份不能上市流通；二是非流通股过于集中，导致“一股独大”；三是流通股过于分散，机构投资者比重过小；四是上市公司的最大股东通常为一家控股公司，而不是自然人。

以上不合理的股本结构特点导致多方面的问题：一是由于国家股股东权利的执行机制不健全，结果要么导致政企不分，企业目标政治化，要么导致内部人控制，内部人滥用股东资产和公司资源，企业目标偏离股东价值最大化；二是平行式的或金字塔式的控股结构刺激和便利了大量的损害上市公司利益的关联交易；三是公众股东对上市公司缺乏有效的直接控制力；四是公司控制权市场的运作效率、运作质量和运作空间受到严重限制；五是股票二级市场价格信号和价格形成

机制扭曲，导致公司融资行为扭曲，阻碍股权市场有效竞争和合理配置资本。

2. 政府职能“缺位”、“越位”和“错位”

首先，国有企业的实际控制权在政企不分的情况下掌握在相关政府机构和官员的手中。这些政府机构和官员并非企业的最终股东，他们的行为通常基于政治动机和个人效用最大化，而不是股东价值最大化，因此存在着事实上的所有者“缺位”问题。

其次，同私人企业的股东不同，国家作为出资人对国有企业经营决策的干预是通过若干政府部门分别实施的，因此无法避免政府利用行政手段超越出资者职能，去直接干预企业的经营决策，导致经营目标多元化。

第三，国有企业的出资人职能长期由多个政府部门分头负责，极易造成两个极端：一是谁都不对企业经营的成败真正地承担最终责任，这种无需负责的权力行使极易导致“廉价”否决权，导致权力的滥用；二是谁也不对企业行使所有者职能，结果造成内部人控制，内部人利用所掌握的公司控制权最大限度地牟取一己私利。

3. 法律自我实施机制尚不健全，投资者诉诸司法救济仍存障碍

尽管中国公司治理的法律与监管环境已经有了明显改善，但法律与监管架构远未成熟，主要表现为：(1)重行政责任和刑事责任，轻民事责任和民事赔偿，使投资者在遭遇证券侵权后难以运用民事诉讼手段维护自己的正当权益；(2)在证券侵权行为的处置过程中，往往以行政行动代替法律约束，大大地限制了投资者通过法律手段维护自身权利；(3)在成熟市场经济国家行之有效的集体诉讼（亦称集团诉讼）和股东代表诉讼方式尚未引入到中国法律条文和证券侵权民事赔偿案件的审理实践中，投资者的诉讼成本将显著增加。

4. 公司运作的内部人控制和关键人模式

内部人控制是中国上市公司治理结构的主要特征之一。当控股股东为私人或企业时，内部人控制往往与家族企业现象结合在一起，当控股股东为国家时，内部人控制往往又与政企不分现象伴随在一起。与内部人控制并肩而行的是关键人模式。关键人大权独揽，并且常常集控制权、执行权和监督权于一身。

内部人控制和关键人模式导致公司决策和公司运作以内部人和关键人为中心，内部人能够轻易地控制和操纵公司股东大会、董事会和监事会，使它们变成缺乏效力、徒具形式的“橡皮图章”，从而极易出现偏离公司最佳利益而追求控

制权私人收益的败德行为和机会主义行为。

5. 以市场为基础的外部治理机制发育不全

中国现阶段市场机制的不成熟,使得以市场为基础的公司外部治理机制发育不全,难以充分发挥市场的优胜劣汰功能。

在资本市场上,首先,公司控制权市场发展严重滞后,非流通股的协议转让成为公司控制权转移的主要途径,加剧了公司并购过程中收购者与公众股东之间的利益差异,收购者往往借助并购进行市场操纵和内幕交易。其次,债权人治理机制极不完善。公司的破产清算通常由作为公司大股东的政府机构主导,而不是由债权人主导,债权人的约束被软化,难以有效地产生作用。此外,一股独大和大部分股票不流通,使得公众投资者难以对上市公司的运作与发展决策产生实质性的影响。

在经理人市场上,目前中国上市公司尚未建立以市场为基础的制度化公司管理层筛选机制,从而导致公司管理资源的配置缺乏效率。

6. 信息披露的实际质量难以保证

在大多数公众投资者看来,现阶段中国上市公司所披露的信息的可靠性是难以保证的。信息披露的形式远远领先于信息披露的实质,以条文为基础的上市公司信息披露规则与披露标准的制订和颁布的速度,远远超越于目前的信息披露实践。相当一部分公司仅仅只是在形式上而非在精神实质上符合有关的信息披露标准,甚至有时在形式上亦未能达到要求,如数额巨大的财务作假等。其主要原因在于:一是缺乏对信息披露主体的有效的法律约束机制;二是行政干预和资本市场缺乏足够的竞争;三是企业内部缺乏有效的信息披露实施机制。

7. 缺乏成熟的受托责任和社会文化

受托责任指的是代理人(受托人)按照委托人最佳利益行事的责任。由于缺乏缺乏良好的受托责任机制所需要的支持性制度资源和支持性社会文化,目前中国上市公司董事和管理人员的受托责任机制不健全,在一定程度上存在着牺牲委托人利益的道德风险。如董事会成员滥用董事投票权,在其位不谋其政,甚至满足于当“花瓶”董事和“不懂事”的董事,缺乏足够的正义感和正直精神,对公司管理层和大股东等内部人疏于监督,等等。

8. 新闻舆论和社会公众监督不足

对全球不同国家所作的比较研究表明,新闻媒体的舆论自由程度与政府效

率、廉洁程度、证券市场水平之间存在着很强的正相关性。但在中国现阶段的证券市场上，新闻舆论和社会公众的监督明显不足，这主要表现为：(1) 新闻媒体对证券市场和上市公司所进行的舆论监督受到的限制和外部干预太多，新闻舆论的独立性和自由空间太小；(2) 新闻媒体机构自身的治理机制和自律机制不健全，新闻舆论的有效性、准确性、专业性和客观性不足，新闻媒体行业缺乏市场化的优胜劣汰机制。

三、完善中国上市公司治理十五项对策

大量理论研究和实践表明，良好的公司治理机制是决定企业运作和发展质量的重要因素。毫无疑问，上述中国上市公司治理存在的诸种问题，已严重影响上市公司下一步的生存和发展。因此，必须从根本问题入手，且多管齐下，才能有效地完善中国上市公司治理机制，从根子上解决中国上市公司治理的种种问题。

1. 实质性推进国资管理体制改革

新国资管理体制的建立，为集中政府所有者职能，塑造真正国企“老板”，以市场机制代替行政手段奠定了良好的开端，但下一步的改革任务仍然非常艰巨。(1) 在进一步完善国有资产管理的同时，还要同时完成“国有资产战略性退出”的任务。(2) 政府所有者职能与其他社会公共管理职能必须分离。(3) 充分利用市场机制，减少行政干预。(4) 新的国资机构必须做到“到位”又不“越位”。(5) 确保国有企业的经营目标单一化、商业化，重视资本回报。(6) 依靠董事会治理国有企业。

2. 逐步实现上市公司股权全流通

上市公司股票全流通是当前中国证券市场面临的重大问题，它涉及到多方面的利益均衡，其核心是定价和确定转让对象问题。这一问题实际上也涉及对流通股股东“潜在的”资产损失进行补偿和如何实现股市稳定发展的问题。已有上市公司存量非流通股以合适的价格配售给流通股股东，将会是一个可兼顾各方利益的可行方案。对于新增的上市公司，原则上应在确定国有股减持方案后一定时期内，直接按照国际通行做法，实行新上市公司所有股份以全流通方式上市，并可考虑同时引入禁售期制度等。

3. 改善司法救济与法律实施机制

为了强化董事、管理人员和控股股东的法律责任，促进企业按照投资者的最佳利益运作，在司法救济方面需要尽快引入股东集体诉讼和代表诉讼制度。在完善证券民事赔偿机制的同时，还应健全投资者保护自身合法权益的其他制度，使当事双方可以通过协商和庭外和解、向主管机构投诉、仲裁等途径解决纠纷，提高纠纷解决的效率。在引入民事责任和“刺穿公司面纱”等机制的基础上，应相应建立个人破产制度，使民事责任的追究能够落实到最终责任人身上。

4. 强化股东权利和控股股东的法律责任

强化股东权利实现机制和股东大会的作用，强化控股股东的法律责任，是完善公司治理的重要环节之一。当前急需采取的措施包括：（1）完善股东投票制度。如规定法定最低人数，引入累积投票规则，允许远程投票，完善代理权征集制度，等等。（2）完善股东的知情权、质询权和提案权。如股东有权向董事会、董事会下设委员会、监事会和高级管理人员等提问，并可就股东大会议程中的事项向董事、监事和高级管理人员提出质询。（3）强化控股股东的法律责任。控股股东对上市公司及其他股东负有诚信和善意行事的义务，控股股东对其所控股的上市公司应严格依法行使出资人的权利，等等。

5. 加快董事会改革

首先，也是最重要的一点，是增强董事会的独立性。可采取的主要措施包括：绝大多数的董事会成员应为外部董事，并且独立董事应控制董事会和关键委员会；独立董事制定有关公司首席执行官的业绩标准和薪酬计划，并据此对首席执行官的业绩进行定期评估。

二是建立董事会的自我评价体系，包括：董事会对其运作制度应形成书面文件，并定期重新评价；确定董事任职标准，选择最适合公司的董事，并定期对单个董事的任职情况进行评估。

三是加强董事会运作的有效性，强化董事会的战略管理功能与责任，完善公司的内部控制机制和监督制衡机制。

6. 明确监事会职能

从长期看，与全球公司治理结构和中国资本市场全球化的发展趋势相适应，独立董事将在中国上市公司治理中发挥更加重要的作用。然而在中国独立董事制度得到充分发展、走向成熟之前，监事会仍将有发挥作用的空间。但在时机成熟

时，撤消监事会，或允许公司自行选择是否设立监事会，将有助于理顺公司内部的错综复杂关系，使独立董事、股东等承担起有关的监督责任，避免机构重叠和资源浪费，节省公司运行费用。

7. 发展公司控制权市场

证券市场上的公司控制权竞争，能够促进资本有效地重新配置，形成对公司董事和经理的外部市场约束。当前可采取的措施包括：一是在推进上述国有资产管理体制改革的同时，进一步推动外资和民间资本通过并购国有股进入上市公司。二是实质性地改善有关收购兼并的法律环境，建立和完善有利于公司控制权市场健全发展的制度规则和法治秩序。三是构建以价值创造为中心的微观市场运作机制和监管机制，抑制通过市场操纵、内幕交易、关联交易等途径不择手段地追逐私人收益和毁灭价值的并购活动，

8. 发挥机构投资者在公司治理中的积极作用

与成熟证券市场的情形相反，迄今为止我国机构投资者在公司治理中尚未发挥积极的外部监督作用。要改变这种局面，需要在多个方面作出巨大的努力：

第一，必须逐步消除阻止机构投资者发挥作用的制度缺陷，建立有利于机构投资者参与改善公司治理的制度环境。

第二，必须完善机构投资者自身的治理机制、监督和激励约束机制，使机构投资者能遵循较高的行为标准，按照其投资受益人的最佳利益勤勉、合规地行事，保持高度透明，更好地履行受托义务，不滥用股东投票权和其他资源。

第三，发展更多的具有长期投资需求的机构投资者，包括各种养老基金、保险公司、合格的外国机构投资者等，促使它们更加重视“用手投票”而非“用脚投票”。

9. 健全债权人治理机制

硬化债权约束，促进上市公司管理层善用债务资本，在改善公司治理过程中充分发挥债权约束的作用。包括：在制度和实际做法上，具体、完整、合理地确立债权人在公司治理中的直接参与权、参与程度和各种有效的参与形式；推进相关的法律制度建设，建立完善的偿债保障机制和债权人法律救济机制，强化公司控股股东和其他内部人的偿债责任；加快作为最大债权人的银行部门的改革，对国有银行进行公司化和股权多元化改造，完善银行的信贷风险控制机制，完善银行自身的运作机制和治理结构。

10. 促进经理人市场迅速成长

这方面改革的重点，是建立完全市场化的经理人资源配置机制，即以市场为基础，以经理人的企业家才能和综合素质为标准，在操作上完全由公司董事会根据透明、合理的程序和公司的内在需求独立地选聘公司经理人。

11. 建立动态化、长期化的公司董事与高管人员报酬机制

与经理人市场发展相适应，尽快建立和完善市场化、动态性、长期性和业绩导向的公司董事与高管人员报酬机制，促进公司董事与高管人员努力按照公司股东和利益相关者的最佳利益行事，最大限度地创造价值。包括（1）形成健全的报酬决定机制；（2）形成合理的公司董事与高管人员报酬结构。

12. 进一步发挥中介机构和自律组织的作用

改善上市公司治理机制，需要充分发挥中介机构和自律组织的外部约束作用。为此，第一，必须大力改善中介机构执业和自律组织运作的外部制度环境；第二，在中介服务行业中制定严格的、可实施的执业标准；第三，在中介机构内部建立良好的内控机制和治理机制；第四，在上市公司内部，强化公司董事会下设的审计委员会在负责聘用、更换会计师事务所等方面的权力，为外部审计的独立性提供进一步的保障。

13. 完善信息披露制度环境与实施机制

这方面的重点，首先在于构建完善的、可操作的信息披露责任机制，强化上市公司执行层对公司信息披露准确性、完整性、及时性的责任，包括足够的行政责任、刑事责任和民事责任，对财务欺诈行为形成有效的法律约束机制。

其次，通过增强董事会的独立性，增强由独立董事主导的董事会审计委员会在内部审计、选聘外部审计机构等方面的职能，在公司内部建立健全的信息披露操作程序和制约机制。

此外，需要在进一步改善会计标准，提高会计准则质量，限制公司盈余管理空间的同时，推进有关的制度建设。

14. 加大新闻媒体监督力度

“阳光是最好的消毒剂。”要抑制上市公司的不当行为，就必须充分发挥大众舆论对这类行为进行曝光和监督的积极作用。为此，需要对媒体的社会功能进行准确定位，增强媒体的独立性和公正性，形成相应的法治秩序，制止外部在没有任何合理的法律依据的情况下随意对媒体进行不当干预。

15. 建设良好的公司治理文化

要保证上市公司健全运作，在制度建设上，需要为经济行为主体创造包括以下三个方面的制度环境：第一、不能干坏事，建立恰当的公司运作机制和操作流程。第二、不敢干坏事，建立完善的法治秩序，使干坏事者面对很高的惩罚成本和强大的威慑力。第三、不愿干坏事，建立完善的公司治理文化，形成良好的道德秩序和自我道德约束机制。

在发展法律制度和市场私人合约制度的同时，构建一种公正合规、诚实守信、廉洁正直、自由平等、履行社会责任、按照委托人最佳利益行事的社会文化和行为模式。