

中国国有上市公司治理状况

女士们，先生们：

大家好！公司治理是近几年来全球金融市场最热门的话题之一。美国的安然、世通、意大利的帕玛拉特和其它丑闻引起了公众激烈的辩论，美国最终于 2002 年 7 月通过了 Sarbanes-Oxley 法案。而在中国，证监会也于 2002 年 1 月颁布了《上市公司治理准则》，去年以来，创维事件、中航油事件也引发了大家对公司治理的又一次讨论。公司治理改革是中国证监会 2001 年以来的一项主要工作。从那时起，中国证监会就已经采取了有力措施，改善我们上市公司的公司治理水准。

国有控股企业控制的上市公司在中国证券市场上占据了很大比例，据统计，截至 2004 年底，1,377 家上市公司中国有控股企业控制的上市公司有 987 家，占全部上市公司的 71.7%。因此，中国国有上市公司的治理水平一定程度上代表了整个中国上市公司的治理水平。国有上市公司在公司治理方面存在的问题在中国证券市场上具有代表性和普通性，中国证监会在采取措施推动上市公司治理时，也主要是针对这些普遍性问题。以下我将先介绍一下中国证监会在推动上市公司治理方面采取的主要措施，再谈一下中国国有上市公司治理中存在的主要问题和挑战，并阐释中国证监会在推动完善国有上市公司治理中的角色。

一、中国证监会在推动上市公司治理方面采取的措施

（一）建立独立董事制度

2001年，中国证监会颁布了《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，要求董事会的构成中要包括独立董事，以克服我们许多上市公司中的内部人控制问题。我们要求每一家上市公司在2003年6月之前董事会中要有三分之一的董事是独立董事。审计、薪酬与提名委员会的召集人要求是独立董事（尽管我们并未强制要求设立这些委员会），主要的关联交易必须获得独立董事的认可。

为了确保独立董事真正地保持独立，我们对于“独立性”给予了严格的定义，即一家上市公司的独立董事必须独立于控股股东，独立于管理层，以及独立于该上市公司的主要业务关系。独立董事的候选人必须就其独立性做出公开声明，并向公众披露。独立董事要求每年安排充分的为公司工作的时间。一名独立董事不能同时身兼5个以上的董事职位。

到2004年底，在中国已经有1,377家上市公司聘任了总计4,681名独立董事，平均每家上市公司已聘请了3名以上独立董事。实践表明，独立董事正在发挥着积极作用，他们对上市公司的重大关联交易进行审查判断，增强了上市公司关联交易的透明度、交易价格的公允性和交易程序的规范性；不仅对所要求的董事的提名与任免、高管人员的聘任与解聘、董事及高管人员的薪酬、重大资金往来等重要事项发表独立意见，而且对一些可能影响中小股东权益的事项主动发表独立意见，如资产重组、股权转让、重大投资等事项；一些公司的独立董事还提出聘请审计机构对公司关联交易、投资国债等事宜进行专项审计。由于中国独立董事制度建立时间还不长，而且还缺乏有经验的独立董事，因此独立董事对公司治理产生明显效果还需假一时日；但是我们相信，独立董事制度的建立已经使我们的公司以及我们的投资者在更好地理解公司治理的理念方面迈进了一大步。

（二）完善公司治理法规

中国证监会在 2002 年年初颁布了《上市公司治理准则》。该《准则》由中国证监会与原国家经济贸易委员会，即现国务院国有资产监督管理委员会（国资委）联合发布。原经贸委是负责监管我们上市公司许多国有控股股东的部级单位。因此，《准则》的联合颁布意味着《准则》不仅适用于上市公司，而且也适用于它们的控股股东。《准则》是根据 OECD 的公司治理原则制订，同时考虑到了中国市场的特性。《准则》要求所有上市公司必须遵循，并且将保护股东们的权利作为公司治理的根本目标。为此，《准则》要求公平地对待所有股东。上市公司可以采取代理投票制与累计投票制，以保护中小股东的权利；上市公司要求完全独立于其母公司；关联交易必须公平而透明，并且经独立董事批准。《准则》也提倡股东积极主义，以及机构投资者的积极参与。

为了确保我们的上市公司遵守《准则》，中国证监会与原经贸委在 2002 年下半年联合检查所有上市公司。检查的第一阶段采用了自查问卷形式，即上市公司对于其自身的公司治理行为进行自查。在自查内容的基础上，确定其不足之处，并且由中国证监会与原经贸委联合检查小组现场检查被选到的公司。现场检查的目的在于约见这些公司的管理层与董事会，并且就其不足的方面制订出整改措施。联合检查的最后阶段是从中评定出一些具有良好公司治理行为的公司。这是对这些公司的一种承认与赞誉，其经验可与其它公司分享。大多数上市公司均认真对待检查。一些独立董事花时间参与评估并且以书面形式向我们报告有待改进之处。我们在各地的派出机构利用检查给有问题的公司施加压力，纠正一些不规范的行为。我们认为，此次检查行动，增进了上市公司对于良好的公司治理行为的理解，

也发现了存在的一些问题并进行了整改。今年，我们计划挑选一百家上市公司进行公司治理的现场检查。

（三）强化信息披露

证券市场是个由信息支撑的虚拟市场，投资者只能通过上市公司公开披露的信息来了解公司的经营运作情况，从而做出投资决策。我们始终认为，信息披露是改善上市公司治理的一个非常重要的措施。目前，我国证券市场已基本建立了以《证券法》为主体，相关规范性文件为补充的全方位、多层次的上市公司信息披露制度。该制度借鉴了国际通行的规范，披露标准较高，从原则性规范到操作性规范，从信息披露的内容、形式到手段，都基本达到了国际水平。

1993年起，中国证监会根据中国证券市场发展的实际状况，并主要借鉴成熟市场经验，颁布实施了一系列信息披露制度：1993年6月，制定了《公开发行股票公司信息披露实施细则》，对上市公司的信息披露提出了具体要求；此后，先后颁布了《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则》、《公开发行证券的公司信息披露编制规则》等条例法规，规范有关招股说明书、定期报告、临时报告和澄清报告等多项信息披露的规则；1998年，沪、深证券交易所颁布了《上市规则》，强化了证券交易所对信息披露一线监管的职责；建立了业绩预警、重大信息披露股票停牌等一系列上市公司信息披露制度，实行上市公司定期报告网上披露，保证投资者及时、准确地获取公司信息。

在要求上市公司必须公布经审计的年度报告和中期报告的基础上，从2002年开始，中国证监会还要求上市公司必须公布未经审计的季度报告，要求董事会和全体董事在定期报告上签字承诺，对定期报告的真实性、准

确性承担责任。2004年初，中国证监会对年度报告编制规则作了修改，采用表格化的方式，简化了年度报告的编写，便于投资者阅读和理解。

（四）保护社会公众投资者合法权益

社会公众投资者是我国证券市场的重要参与者，但是，由于历史原因形成的上市公司股权分置，导致非流通股股东和社会公众股股东在股权取得成本、股东利益上存在差别，在再融资、红利分配等事项上甚至存在利益冲突。而非流通股股东一般是控制股东，他们在决策权方面享有优势，社会公众股股东作为少数股东，其话语权很弱，利益往往得不到有效保护，影响着我国资本市场的健康发展。

为此，2004年12月，中国证监会发布了《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》，以切实保护社会公众股股东权益为中心，从试行公司重大事项社会公众股股东表决制度、完善独立董事制度、加强投资者关系管理、实施积极的利润分配办法、加强对上市公司和高级管理人员的监督等五个方面，为社会公众投资者权益的保护绘制出了蓝图。

根据《若干规定》，对社会公众股股东利益有重大影响的事项，如再融资、以股抵债等，将由出席股东大会的社会公众股股东过半数通过方可实施，加大了社会公众股股东的话语权；引入网络投票和征集投票权制度，为社会公众股股东参会提供便捷途径；强调对独立董事独立性的要求，赋予了独立董事在关联交易、聘用和解聘会计师事务所、独立聘请审计机构和咨询机构方面的特别职权，要求上市公司建立独立董事工作制度，保证独立董事的知情权，要求独立董事主动了解公司情况，向年度股东大会提交述职报告，规定独立董事任期届满前，无正当理由不得被免职；最近三年未进行现金利润分配的，不得进行再融资；违背诚信义务的高管人员，

将被记入诚信档案或实施市场禁入。

针对中国地域辽阔，投资者分布广泛，众多社会公众股股东难以参加股东大会行使表决权的实际情况，《若干规定》鼓励上市公司在现场会议之外向股东提供网络形式的投票平台，并要求上市公司在召开股东大会审议需社会公众股股东表决的事项时，应当向股东提供网络形式的投票平台。

《若干规定》发布至今，已有 40 余家公司采用网络投票方式，都取得了较好的效果，但由于中小股东“搭便车”意识严重，参与的社会公众股股东仍不多（持股比例约占全部社会公众股的 11%左右），需要进一步加强投资者教育和引导。

（五）大力发展机构投资者

在成熟的资本市场，机构投资者对它们所投资公司的公司治理起到重要作用。在过去的几年中，中国证监会将发展机构投资者作为工作重点。自 1998 年以来，基金业得到快速发展。目前有基金管理公司 46 家，管理 166 只证券投资基金；基金总规模为 3676 亿元。股票市场现在已经向保险资金和社保资金开放，也向外国机构投资者开放。在 2002 年 12 月，中国证监会和中国人民银行，联合发布了允许包括基金管理公司、证券公司和商业银行在内的合格境外机构投资者（QFII）投资中国 A 股市场。QFII 制度已经被台湾和其他新兴市场所采用，事实证明，在货币可完全自由兑换之前，它在吸引境外资本投资国内市场的作用是成功的。到 2004 年底，中国人民银行已经批准了 27 家境外机构投资者作为 QFII 的托管人，累计获批外汇额度超过 30 亿美元，有很多机构已经提出 QFII 资格申请。同时，中国的社会保障基金、保险公司等机构投资者也在加快入市进程。

机构投资者倾向于价值投资和长期持有，更加关注公司的基本层面及

公司治理结构。机构投资者的不断壮大必将推动上市公司治理结构的完善。在此方面典型的例子是 2003 年招商银行拟发行可转债事件。招商银行于 2003 年 10 月召开股东大会审议关于发行不超过 100 亿元、期限五年的可转换公司债券的议案，遭到以基金为代表的流通股股东强烈反对，他们认为该方案损害了流通股股东的利益，导致方案未获股东大会通过。后来，迫于市场的压力，招商银行不得不对其融资方案进行了修改。

（六）活跃并购市场

一个活跃的公司控制权收购市场也将促进上市公司更好地进行公司治理。在过去的几年中，一些民营企业收购了上市国有企业的法人股份，其结果好坏参半。在民营企业的所有权和管理之下，有些效益不好的国有企业变成了更有生产效率的企业，但也有些企业效益变得更差，甚至被民营企业所掏空。在过去的几年中，上市公司的资产重组活动也很积极。统计表明，三分之一的上市公司在其首次公开发行（IPO）之后，其控股股东已经发生变更。为推动同时监管兼并与收购活动，中国证监会在 2002 年 12 月发布了《上市公司收购管理办法》，明确了以有序和透明的方式实施兼并与收购活动的要求。成熟市场的经验表明，市场化的重组、兼并和收购将有利于改善公司治理，提升上市公司质量，因为管理低效的企业将被管理更好的企业所收购。我们正在对《上市公司收购管理办法》进行修订，以适应市场发展的需要。

在过去的几年中，在中国证监会的引导和监管下，上市公司的并购重组从财务性重组向战略性重组转变，从扶危济困式重组向强强联合式重组转变，从拉郎配型重组向市场导向型重组转变。一批上市公司通过并购重组实现了做大、做优、做强，比如 TCL 集团和武钢股份的定向增发、整体

上市，上海第一百货吸收合并华联商厦后组建百联股份。还有众多的困境上市公司通过并购重组实现了脱胎换骨，走上了良性发展的轨道，典型的如湖北兴化重组后产生的国投电力。

（七）推动法律与会计改革

公司治理改革的另一个重要方面，就是法律与会计制度的改革。2002年，最高人民法院发布《关于受理证券市场虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》，做出了重要的司法改革，以保护股东权利：2003年最高人民法院发布《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》，规定了关于股东因上市公司的虚假披露造成其股票投资损失而控告董事和管理层的诉讼程序。此外，目前我国正在加紧修订《公司法》和《证券法》，以完善基本法律制度，优化公司治理的外部法律环境。

中国也在逐步进行会计和审计领域的改革。负责会计准则制定的财政部，2002年对会计准则作出了重大修改，使之更接近国际会计准则（IAS）。中国证监会和财政部还加强了对审计师的监管，努力查处审计师的不当行为。2002年中国证监会撤销了中天勤会计师事务所的证券从业资格，因为它参与了银广夏的造假事件，它是中国最大的会计师事务所之一。这家事务所最终被解散。2003年10月，财政部和中国证监会又出台了审计师轮换制度，主审会计师和项目负责人不能为同一审计对象审计超过5年，增强了审计师的独立性。

（八）加大执法力度

鉴于执法的重要性，中国证监会从2002年起大大地加强了其执法力度。除稽查一局之外，中国证监会还建立了稽查二局，专门处理市场操纵案件。此外，公安部在中国证监会内设立了证券犯罪侦查局，以便于处理证券犯

罪案件。

为加强对上市公司的监管，2004年中国证监会对上市公司监管体制进行了重大改革，实行辖区监管责任制，建立了中国证监会及其派出机构和证券交易所三位一体的确监管体制，由中国证监会统一指导协调，各地监管局负责对上市公司的日常监管和现场检查，证券交易所负责对上市公司信息披露的一线监管。这一改革整合了监管资源，提高了监管效率和威慑力。仅2004年一年，各证监局对465家上市公司实施了现场监管，对28家存在重大违规行为的公司立案稽查；上海、深圳证券交易所向上市公司发出公开谴责函36份。

中国证监会还制定了退市规则，要求连续三年亏损的上市公司退出股票市场，这也是《公司法》的要求。迄今为止，已有23家公司退市，进入场外交易（OTC）系统。可以预见，每年都会有公司有序退市。这将进一步地改善上市公司的质量。

经过四年多来的不懈努力，中国公司治理的制度框架已基本建立起来，公司治理的概念已得到社会的广泛接受与认同，上市公司治理结构也得到明确改善，透明度有所增加，规范运作水平有了很大提高，由此也促进了上市公司质量的提高。2002年以来，在整个宏观经济环境持续向好，保持稳定高速增长的基础上，上市公司的业绩出现了与宏观经济同步增长的趋势，连续三年持续增长，各项财务指标均不断提升。截至2004年6月，披露半年报的1370家公司中1230家盈利，140家亏损，平均每股收益0.14元，同比增长34.68%；平均净资产收益率5.40%，同比增长1.35个百分点；税后利润总额为984.65亿元，同比增长47.88%。上市公司整体业绩大幅提

升，业绩增长速度高于 GDP 的增长速度。截至 2005 年 4 月 25 日，已有 1189 家上市公司披露 2004 年年报，这些公司的平均每股收益 0.2793 元（2003 年为 0.2296 元），平均净资产收益率为 10.23%（2003 年为 8.39%），平均每股净资产为 2.7312 元（2003 年为 2.7356 元），比 2003 年业绩有了大幅提升。

二、国有上市公司治理面临的问题

（一）国有上市公司治理结构存在先天缺陷

在证券市场建立初期的行政审批和额度制下，国有上市公司规模偏小，质量不高。另外，大部分国有企业采取改制、剥离上市的方式，使上市公司与控股股东间带有千丝万缕的关系，上市公司与其母公司之间在人员、资产、财务、经营等方面没有真正分开，名义上是独立法人，实际上缺乏应有的独立性，突出表现在对母公司的依赖性强，关联交易严重等方面。国有股“一股独大”的现象也比较普遍，导致对大股东缺乏制约，大股东容易利用其优势地位操纵上市公司或侵占中小股东利益。另一方面，国有上市公司由于所有者“缺位”情况普遍，对公司高管人员缺乏有效约束，上市公司董事会成员中以内部人和控制股东代表为主，缺少外部董事和独立董事，难以发挥制衡的作用，容易导致内部人控制。虽然与西方国家相比，内部人控制的起因不同（前者主要是由于股权过于分散），但问题的严重性丝毫不容忽视。

由于“一股独大”和“内部人控制”两个问题互相交织，形成国有上市公司治理的先天性缺陷，即“内部人控制下的一股独大”，成为我们改善国有上市公司治理首先要解决的主要问题之一。

（二）大股东占用上市公司资金问题严重

如上所述，大部分国有上市公司均采用剥离改制方式上市，存续企业由于背负巨额非盈利性资产难以独立生存，不可避免地成为上市公司正常经营的巨大包袱，由此产生了大股东占用上市公司资金、上市公司违规担保等一系列问题。大股东往往为了自身利益而通过关联交易占用上市公司巨额资金，不仅严重影响了上市公司自身的正常经营，也危害了市场的诚实信用。据统计，截止到 2004 年 6 月底，共有 350 家上市公司存在大股东占用上市公司资金问题，非经营性占用达到 507 亿元。在连续两年亏损的上市公司中，70%存在控股股东侵占资金行为；在已经退市的 23 家上市公司中，其经营失败的最重要原因就是控股股东的侵占行为。为解决这一问题，中国证监会和国务院国资委联合发布了《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》，加大了对控股股东或实际控制人侵占上市公司资金的查处和清偿力度，并实施了以股抵债的试点，取得了一定效果，但问题并没有从根本上得到解决。

（三）独立董事制度有待改善

独立董事制度在中国已经建立起来，正在逐步发挥作用，但是，我们必须看到，这几年的实践暴露出独立董事制度还存在很多问题，影响了制度有效性的发挥，仍需要改进和完善。如独立董事的独立性问题，受提名、选聘和薪酬的影响，而目前这些仍受上市公司大股东的左右，独立董事的独立性不强；独立董事中以教育为职业的教授、学者占了近一半，缺乏参与企业管理的经验；独立董事由于时间和精力有限，缺乏了解公司信息的途径，知情权难以保障，作用未能充分发挥。

此外，英美国家一般采用的是一元制的公司治理模式，股东大会下只

设董事会，不设监事会，而在董事会中设独立董事以加强董事会的监督功能。大陆法系国家一般采用的是二元制的公司治理模式，股东大会下分别设董事会和监事会，分别执行决策和监督职能，如德国和日本。我国采用的是二元制模式，但同时又引进了独立董事制度，兼采了两种模式的长处，加大了对董事会的监督力度，但因为二者同时享有监督权，在执行中不可避免地存在职能上的交叉和重复（尤其是由独立董事占多数的审计委员会和监事会在监督、检查公司财务方面有所重叠）。

（四）高级管理人员激励约束机制缺失

还有一个重要问题是国有上市公司董事、监事、财务负责人等高级管理人员的诚信意识和勤勉尽责意识较差，导致上市公司和投资者特别是中小投资者利益被侵犯。一些高管人员事事听命于委派股东，缺乏应有的独立判断。有的董事会成员，包括一些独立董事，在其位不谋其政，长期不参加董事会，受到处罚时反而叫屈喊冤。由于缺乏应有的制衡机制和监督制约机制，少数高管人员胆大妄为，走上了犯罪道路。

激励机制是公司治理结构的重要组成部分，有利于公司的长期稳定发展。目前，我国国有上市公司高级管理人员薪酬体系未实现市场化，普遍存在报酬偏低、激励机制缺位的问题，薪酬制度不足以吸引和激励人才，导致决策者和执行者短期行为严重，引发消极怠工甚至优秀企业家的流失。因此，急需实施合理的长期激励制度，以改善报酬水平与报酬结构不合理的现象，一定程度上解决代理人问题，使公司管理层趋向以股东权益最大化为目标。

三、中国证监会在推动完善国有上市公司治理中的角色

从市场角度来看，所谓公司治理，就是管理和控制公司的系统，它本应属于公司自治的内容。狭义上说公司治理结构指公司的股东，董事及经理层之间的关系，广义上说公司治理结构还包括股东、董事、经理层与利益相关者(如员工、客户、供应商、债权人和社会公众等)之间的关系，旨在解决不同利益主体间的受益、决策、监督、激励和风险分配问题。所有这些方面，都应该主要靠各方主体的制衡来促进公司的自我完善，监管部门不能卷入企业的具体决策过程之中。

明确了上述内容并不意味着监管部门要“无为而治”。监管部门的首要任务是保护投资者，特别是中小投资者。而上市公司是公众公司，其治理结构是否健全直接关系到投资者利益是否会受到损害。因此，推动上市公司治理结构的完善是监管部门应尽的职责。监管部门应做一个积极的监管者。同时，鉴于我国的具体情况，正处于从计划经济体制向市场经济体制转轨的过程中，具体制度仍未完善，公司行为还需要正确的引导，所以，由证监会出台必要的措施并进行适当的干预也是可行而有效的。在国际上，证监会都是公司治理运动的倡导者和主要推动者。据国际证监会组织

(IOSCO) 2001 年的一份报告，在大部分 IOSCO 的成员国，证券监管部门是公众公司良好治理行为的主要推动者和监管者。

对国有上市公司来说，政府部门（各级国有资产管理委员会）作为国有资产所有权的代表，履行所有者的职责，是公司治理结构中的重要组成部分，是公司治理的主要参与者。中国证监会作为证券监管部门，在国有上市公司治理方面的主要角色是制定有关公司治理的法规和规则，积极推动公司治理结构的完善，是公司治理的外部推动者，同时，与国有资产监督管理部门积极配合，共同规范国有控股股东的行为，保护上市公司和广

大投资者的根本利益。