

摘 要

中国公司治理机制变迁

良好的公司治理至关重要，但良好的公司治理并非一蹴而就。

过去 50 多年来，中国经济经历了一个计划经济和其后向市场经济转轨的漫长曲折过程。与整体经济制度发展相适应，中国的公司治理机制也发生了较大的变化。这种变化大致可划分为三个阶段：1978 年以前的行政治理时期，1978 年至 1992 年的计划与市场并行的双轨治理时期，以及 1993 年至今的现代企业（公司）制度构建时期。

中国的以股份制公司为平台的治理结构改革在 1990 年代初开始展开。不少国有企业改制后纷纷上市，到 2002 年底在中国沪、深证券交易所上市的公司已达 1223 家。

随着公司治理逐渐成为一场全球化的运动，中国在世纪之交也开始格外强调公司治理机制的意义。上海证券交易所 1990 年代末即全面、深入地开展了对上市公司治理问题的研究，并于 2000 年 10 月推出了《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性文件。

2001 年上半年，基于上海证券交易所的有关工作，中国证监会也开始着手起草适合中国上市公司的治理准则，上海证券交易所则进一步积极参与了该项工作。2002 年 1 月，中国证监会和国家经贸委联合发布了《上市公司治理准则》。该《准则》是我国第一份有强制约束力的关于上市公司治理的全面性的行政规章。2002 年，中国证监会和国家经贸委以《准则》为基础，对中国 1100 多家上市公司进行了全面的公司治理机制检查。2002 年也因之被称为“公司治理年”。

近十年来，中国上市公司治理经历了一个逐步加快推进的过程。然而，由于目前中国上市公司大部分系由国有企业转制而来，中国证券市场乃转轨经济条件下的一个新兴市场，公司治理机制的健全和完善只是刚刚实质性地起步，因此，上市公司治理不可避免地还存在着诸多问题。下面将重点探讨当前中国上市公司治理取得的主要进展和存在的重要问题，并基于这些问题提出相关的改革措施与政策建议。

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。概括起来，近年来，中国上市公司治理取得的主要进展有如下十个方面：

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，因此政府在企业公司治理中无可避免地担当着重要角色。一方面，作为社会公共职能部门，政府颁布相关法律、法规，制定和推行特定的游戏规则，对社会经济运作过程进行管制，对企业的公司治理提出正式的制度化要求，并监督实施；另一方面，作为企业的主要出资人，政府又担当着举足轻重的所有者角色。这两方面角色的重叠和冲突，以及政府作为追求政治目标的政治机构在实施所有者职能方面的无效率，对公司治理质量具有显而易见的消极影响。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、不断试验和排除错误的过程中不断探索新的途径。

1978 年以后的国有企业改革，重点是在保持国有的前提下，以“放权让利”和减少政府直接控制为指导思想，引入一定的市场因素和激励机制，力图使企业变成“自主经营、自负盈亏”的独立经济实体。1987 年，政府开始实施以“厂长经理负责制”为基础的多种形式的“承包责任制”。与此同时，为了扩大股权融资基础，1984 年国家开始尝试对一些企业进行股份制改造。1990 年末，随着上海和深圳证券交易所的相继成立，一些股份制企业相继在交易所上市，进一步推动了企业所有权的多元化。

1993 年 11 月，中国共产党第十四届三中全会通过了《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，提出了“现代企业制度”的概念，强调国家所有权与企业经营权分离，同时鼓励“私营、个体和外资企业”在内的多种所有制共同发展。随后，1993 年 12 月颁布的《公司法》为建立现代企业制度提供了法律支持。1995 年，国务院选择 100 家大型企业作为公司化试点，到 1996 年底大约

5800 家国有工业企业完成了公司化改造。在上市公司中，政府通过国有控股地位和国有股不流通，仍旧保持着对企业的控制。1997 年 9 月召开的中国共产党第十五次全国代表大会提出了“抓大放小”的改革方针，鼓励通过兼并组建大型的企业集团，并通过重组、改制等方式增强小型国有企业的活力。

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，报告提出“国家要制定法律法规，建立中央政府和地方政府分别代表国家履行出资人职责，享有所有者权益，权利、义务和责任相统一，管资产和管人、管事相结合的国有资产管理体制”；“关系国民经济命脉和国家安全的大型国有企业、基础设施和重要自然资源等，由中央政府代表国家履行出资人职责。其他国有资产由地方政府代表国家履行出资人职责”；“中央政府和省、市(地)两级地方政府设立国有资产管理机构”等原则。2003 年 3 月 10 日，十届全国人大一次会议第三次会议经表决，通过了关于国务院机构改革方案的决定；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了制度基础。

2. 法律与监管环境持续改善

《中华人民共和国公司法》是目前规范中国公司治理的基本法。它是在国家体改委 1992 年 5 月发布的《股份有限公司规范意见》和《有限责任公司规范意见》的基础上形成的，并于 1994 年 7 月 1 日开始正式施行。该法奠定了中国目前公司治理机制的基本架构和内容。1998 年 12 月 29 日颁布的《中华人民共和国证券法》则进一步确立了证券市场的公开、公正、公平的“三公”原则和保护投资者利益的原则，为中国公司治理机制的完善提供了进一步的法律基础。但是，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，缺乏对控股股东滥用有限责任原则时应采取的遏制措施，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。

为了适应实践变化和企业发展的要求，在修改现行法律之前弥补其不足，中国还颁布了大量的与公司治理有关的配套规定。如 1994 年国家证券委和国家体改委根据《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》，制定了《到境外上市公司章程必备条款》；中国证监会先后颁布了《上市公司章程指引》、

《上市公司股东大会规范意见》、《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》以及大量的信息披露和其他规定；财政部于 1999 年颁发了《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》；中国人民银行颁布了《股份制商业银行公司治理指引》和《股份制商业银行独立董事和外部监事制度指引》，等等。

2002 年是中国上市公司治理年，作为整体工作的一个组成部分，公司治理的法律和监管环境建设也取得了重大进展。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。最高人民法院发出的《关于审理企业破产案件若干问题的规定》，也为通过改进破产清算机制来强化公司治理的外部约束奠定了基础。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。

中国证监会 2000 年 6 月发布的《关于上市公司为他人提供担保有关问题的通知》，明确要求上市公司不得以公司资产为本公司的股东、股东的控股子公司、股东的附属企业或者个人债务提供担保。证监会要求上市公司实现“三分开”、“五分开”（指上市公司与对其具有实际控制权的法人或其他组织及其他关联企业在人员、资产、财务、业务、机构上互相分开），并要求上市公司自 2000 年起在年报中详尽披露相关信息。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。

此外，代理投票权征集的开展也对大股东和公司内部管理者行为起到了一定的制约作用。

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,越来越多的人士逐渐认识到董事会独立性与有效运作在公司治理中的重要性。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,董事会的独立性显著增强。有关规则明确要求董事在存在利益冲突时应回避表决,并要求独立董事介入。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。根据该规定,在 2003 年 6 月 30 日前,上市公司董事会成员中应当至少包括 1 / 3 的独立董事。尽管中国上市公司独立董事缺乏足够“独立”性是一种并非鲜见的现象,但越来越多的独立董事开始发出独立声音,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、财务管理委员会、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。早在 1990 年代中期,中国的一些企业就尝试推出了经营者年薪制度。之后,一些上市公司开始在股权激励方面率先迈出了探索和改革的步伐。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,如根据公司管理层的业绩考核结果和奖励规则,奖励一定量的虚拟股票,根据当时股票市价折算为发放给公司管理层的奖励额;(3)奖励绩效股份模式,如公司提取部分年度净利润,作为公司董事会成员、高层管理人员及有重大贡献的业务骨干的激励基金,但该基金只能用于为激励对象购买本公司的流通股票并作相应冻结;(4)强制购股并锁定模式,如要求公司高管必须持有一定数量的公司发行在外的社会公众股。

实行高级管理人员和员工的持股计划,从股权关系上使经营者和所有者的利益紧密联系起来,从而有利于提高高级管理人员和员工的努力水平,增进股东价值。

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。中国的公司并购额在过去 5 年内以每年 70%速度增长,已成为亚洲第三大并购市场。就上市公司并购而言,

自从 1993 年 9 月“深宝安”收购“延中实业”事件掀起了中国公司控制权市场的序幕后，上市公司控制权转让数量逐年上升。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。该《办法》确定了各种收购主体的平等的市场地位，并可通过协议收购或要约收购的方式实现对上市公司的控制。非流通的国有股和国有法人股的可转让，进一步拓展了上市公司控制权市场基础。随着证监会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。

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。至 2003 年 5 月，沪深市场已有 84 家上市公司拥有非流通的外资法人股，其中沪市 52 家，深市 32 家。活跃的外资并购亦将推动中国公司控制权市场的发展。

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。根据当前中国证券市场对机构投资者的分类，机构投资者可分为五类，分别为：证券投资基金、养老基金、保险公司、证券公司及其他法人投资者。机构投资者已逐步发展成为证券市场的中坚力量，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。目前，多家中外银行和国际投资机构已通过批准分别获得 QFII 托管人和 QFII 的资格。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。

自 1999 年以来，包括浦发银行、民生银行和招商银行在内的三家股份制银行已经完成了改制上市。通过重组、改造和上市，三家股份制商业银行不仅充实了自身的资本金，还引入了新的投资者和外部的监督，强化了信息披露方面的要求，从市场的角度增大了其改善经营管理的压力。目前，四大国有独资商业银行也正按照现代银行的标准，着手对股权资产、组织结构和发展战略进行彻底、规范的改造，建立现代金融企业的公司治理结构，其中条件具备的也将上市。

2002 年 6 月，中国人民银行制定了《股份制商业银行公司治理指引》和《股份制商业银行独立董事和外部监事制度指引》。前者规范了股东、董事、监事和行长的权利、义务和责任，同时对公司治理中的激励约束机制问题作了规定。通过确立股份制商业银行公司治理的基本框架，明晰权责，促进股份制商业银行完善公司治理。后者对股份制商业银行独立董事、外部监事的人数、产生、任职资格及其任职期间的权利、义务和责任予以全面、具体的规定，使得股份制商业银行能够拥有具有高度独立性的董事、监事，有效发挥其监督作用，促进银行稳健经营。自身较为完善的治理结构无疑将有利于促使商业银行在债务人的公司治理中发挥应有的作用。

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。1999 年，为保证独立性、专业性、公正性，中国财政部要求会计师事务所在人员、财务、业务、名称四个方面同原先所挂靠的单位脱钩。自此，中国的会计师事务所开始从政府和大型国有企事业单位的附属机构向自主经营、自担风险、自我约束、自我发展的社会中介机构转变。2002 年底，中国共有会计师事务所 4300 余家，其中的 71 家可从事证券、期货相关业务。2002 年，负责会计标准制定的财政部对会计准则作出了一系列重大调整，使之更接近国际会计标准（IAS）。截止到 2002 年底，中国先后制定了五批共 46 项独立审计准则，包括序言、基本准则、具体准则、实务公告和职业规范指南，初步建立了独立审计准则体系。在上市公司财务报告审计实践中，自 1993 年起，中国上市公司财务报表审计的标准无保留意见呈逐年下降趋势，而非标准审计意见呈逐年上升趋势。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，弥补了在自律组织层面上中国公司治理制度建设的空白。上海上市公司董秘协会也拟定了《董事会战略委员会实施细则指引》、《董事会提名委员会实施细则指引》、《董事会薪酬与考核委员会实施细则指引》等。

10. 信息披露形式上渐趋完善

随着中国证券市场不断走向成熟，信息披露对证券市场健康发展及公司治理的重要性已越来越受到证券监管部门高度重视。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。在信息披露内容、信息披露手段等方面都进行了巨大的改进和作出了详尽的规定。特别是公司上市核准制实施以来，中国证券市场以强制性信息披露为核心，贯彻高质量的信息披露理念，对信息披露规则进行了大规模的修订和发布，强调上市公司信息披露的真实性、准确性、完整性和有效性。

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。就上市公司内部而言，监管机构一方面要求上市公司建立完善的信息披露内部实施机制和制约机制，保证信息披露的真实性、准确性、完整性和及时性；另一方面还要求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。

中国上市公司治理八大基本问题

随着中国证券市场发展与规模的壮大，中国上市公司治理也经历了一个逐步

走向规范的发展过程。然而，必须指出的是，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

中国上市公司的股权结构主要由国家股、法人股和公众股三大部分组成。其中，国家股和法人股不能在证券二级市场进行公开交易，因此也被称为非流通股。社会公众股包括 A 股（以人民币发行且在中国大陆交易所上市交易的股份）、B 股（以美元或港币发行且在中国大陆交易所上市交易的股份）和境外外资股（以外币发行且在境外交易所上市交易的股份）。

中国上市公司股权结构的突出特点是，流通股的比重非常低，绝大部分股份不能上市流通。非流通股份占上市公司总股本的比重达三分之二，可上市交易的股本约为三分之一。大部分公司的非流通股比重在 60%—80% 之间，个别公司甚至达 90%，约 6% 的公司的非流通股本比重低于 40%，只有 0.4% 的上市公司没有非流通股。此外，由于中国绝大部分上市公司系由国企改制而成，因此，未上市流通的国家股比重高达 45% 以上，有些上市公司甚至接近 90%。平均而言，总股本越大的公司，其国有股比重也越高，这说明，大型上市公司仍然未能完全摆脱国有企业的性质。

中国上市公司股权结构的第二个特点是非流通股过于集中，导致“一股独大”。2001 年底，中国 A 股上市公司第一大股东的持股比例平均在 44.26%，40% 以上的中国 A 股上市公司第一大股东的持股比例超过 50%；前 5 位股东的合计持股比例超过 50% 的上市公司占全部中国 A 股上市公司的比重高达 74.4%。在截止 2003 年 6 月 20 日已披露 2002 年年报的沪市 734 家上市公司中，2002 年底第一大股东控股比例高于 50% 的有 300 家，占总数的 40.9%，介于 30% 和 50% 之间的有 241 家，占总数的 32.8%，734 家上市公司第一大股东控股比例的算术平均数为 44.3%。

中国上市公司股权结构的第三个特点是流通股过于分散，机构投资者比重过小。据统计，在 2002 年末上海证券交易所 3500 万个股票帐户中，个人投资者的比重高达 99.5%，机构投资者开户数的比重仅占 0.5%。

中国上市公司股权结构的第四个特点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。由于中国大部分上市公司系由企业（包括国有企业、集

体企业和民营企业)分拆上市而成——实际上是由国家、法人发起人将其原有部分资产转换成上市公司的非流通股,原企业则作为上市公司的控股公司而平行地或以金字塔式的结构而存在。

以上中国上市公司不合理的股本结构特点导致如下多方面的问题: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,政府在行政上对国有上市公司干预过多,企业目标政治化,要么导致股东监督真空,造成上市公司内部人控制,内部人滥用股东资产和公司资源,利用公司控制权追逐私人收益,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,刺激和便利了控股股东借助控股公司“掏空”和侵害上市公司;三是股权过于集中不利于经理阶层在更大范围内接受多元化产权主体对企业经营活动的监督和约束,从而使小股东的利益和董事会的独立性得不到保障;四是流通股股权高度地分散于个人股东之中,使得公众股东对上市公司缺乏有效的直接控制力,公众股东在公司治理过程中无法发挥直接作用;五是由于流通股的比重过低,股权市场严重分割,敌意收购和接管难以进行,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;六是大部分股权不流通,导致股票二级市场价格信号和价格形成机制扭曲,阻碍股权市场有效竞争和合理配置资本,导致公司融资行为扭曲,出现异常的融资优序偏好。

2. 政府职能“缺位”、“越位”和“错位”

迄今为止,市场经济在中国的发展,主要是基于政府改革措施自上而下逐步推进的结果。这种推进是在计划经济体制下起步的,因而从一开始就不可避免地带着政府主导的色彩。这不仅表现为政府调控经济的措施与手段具有很强的行政性特征,而且在国家经济决策层面上体现为还没有完全摆脱对传统的行政控制路径的依赖,没有准确地确定政府在公司治理中的定位,经常出现社会公共管理职能同所有者职能之间的角色混淆。

首先,从委托代理的角度看,国有企业区别于私人企业最明显的特征是,国有企业的直接委托人是非人格化的“国家”,或者说是政府。国有企业名义上为全民所有,而实际控制权在政企不分的情况下则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,他们对企业的成败并不承担经济责任,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”问题和行使公共管理职能的政府机构越俎代庖问题。

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，使企业承担过多的社会职能，导致经营目标多元化。并且，企业经营者选聘往往不是基于经理人市场竞争和工作业绩，而是基于同有关政府领导官员之间的“关系”，由党的组织部门和政府人事部门进行考核。由于政府官员并不是真正的股东，因此不必为选错企业经营者而承担后果，也就无法保证真正有经营才能的人成为企业管理者。行政筛选机制也使企业经营者注重个人的政治前途，发展同政府官员之间良好关系，而不能专注于提高公司经营业绩和发展公司的核心专长。政府职能的错位遂导致企业资源的错误配置和企业运作的扭曲。

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，这种局面被形容为“九龙治水”。这种多头行使所有者职能的国有资产管理体制存在着许多弊端。首先，对企业来说，过多“婆婆”的存在，意味着每项重大决策的批准都需要经过繁杂的审批程序和漫长的等待时间，造成决策成本过高，决策过程迟缓，企业的运作和发展障碍重重；其次，由于分工不明确，每个政府部门都对企业发号施令，导致企业在决策上无所适从；第三，各部门对企业提出的建议皆分别拥有“一票否决权”，谁都可以轻易地对企业说“不”，但谁都不对企业负责，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；第四，这种多头负责，在转轨时期也可能转向另一极端，即没有任何政府机构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。

2003年，中国着手实施新的国有资产管理体制。该项改革旨在实现政府的社会公共职能和所有者职能的彻底分离，但在具体操作层面上还面临着许多细节问题：第一，在统一所有的前提下，如何明确界定中央和地方行使所有权的界限？第二，由于国有资产的规模过于庞大，例如目前属于国家国资委监管的中央企业196家，它们的总资产为6.9万亿元，国资委如何保持有效的监管跨度和组织层次？第三，未来的国有资产管理机构，应如何处理同国家发展和改革委员会、财政部、商务部、证监会和国家社保基金等其他社会公共职能部门的关系？第四，国资管理机构如何准确、到位地对企业行使出资人权力？第五，国有资产管理机构如何“管人”？第六，国有资产管理机构自身的人员选拔、激励和约束机制如何设计？第七，国有资产管理机构既是国有资产管理的相关游戏规则的制定者，又是执行过程中的参与者，既是“裁判”，又是“球员”，如何避免和消除其中的角色冲突？如何有效地监督“监督者”？第八，在地方行使所有权的情况下，在

资本收益最大化与地方政府利益最大化相冲突的情况下，如何避免资本市场和有关资源配置的条块分割？以上八个方面的问题如果不能得到妥善解决，国有公司治理仍将难以达到预期的目标。

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。在实践中，对上市公司内部人的不当行为和证券市场中的不当行为的惩处，表现为重行政责任和刑事责任，轻民事责任，过度依赖政府规制和政府行动，以投资者的民事诉讼行动为基础的法律自我实施机制极不健全，投资者的司法救济障碍重重。这些问题突出地表现为：

（1）近些年虽然先后颁布了《公司法》、《证券法》，并修订了《刑法》，国务院主管部门也先后颁布了《股票发行与交易暂行条例》和《禁止证券欺诈行为暂行办法》，但这些法律法规中对证券市场违法违规者的惩戒偏重于行政处罚和刑事制裁，相对忽视了违法违规者的民事责任和民事赔偿，未采用程序性和实体性的法律条文对民事诉讼做出可操作的规定，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）2003年1月9日发布的司法解释《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》所针对的只是因虚假陈述引发的证券侵权民事赔偿，而投资者就内幕交易、市场操纵、内部人对上市公司利益的恶意侵害等诉因而提起的证券侵权民事赔偿诉求则缺乏明确、具体、可实施的法律依据的支持，即使起诉也不会被人民法院受理。投资者诉权方面存在的这种不完整情况，直接导致其正当权益无法得到全面而有效的保护，对证券市场违规行为的惩戒也因法律实施不完全和不彻底而难以起到应有的威慑作用，证券市场秩序无法通过责任主体完整地承担过错责任来得到有效改善。

（3）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，或者像上述最高人民法院发布的司法解释那样，将行政部门的处罚决定和法院的刑事判决设定为法院受理的前置条件，大大地限制了投资者通过法律手段维护自身权利，使不少受害的投资者难以获得有效的司法救济。

（4）投资者可运用的民事诉讼形式和司法救济途径不足。目前，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。在本应采用集体诉讼但法院不接受集体诉讼的情况下，投资者的诉讼成本将显著增加，诉讼效率和净收

益显著下降，使司法救济大打折扣，削弱投资者的诉讼意愿和动力，并会减少获得民事赔偿的投资者的数量，降低过错者的民事赔偿额，从而事实上对过错者起到了一种鼓励作用。缺乏股东代表诉讼的后果则在于，在民事诉讼首先使得上市公司支付民事赔偿额而为控股股东、公司管理层等内部人的违法行为“买单”的情况下，无法通过代表诉讼追究最终责任人的民事责任，直接损害了公司和全体股东的利益，导致过错者不必承担与自己的过错相当的责任，甚至根本不用承担任何民事责任，他们的违规私人成本大大降低。

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。由于缺乏有效地监督和控制内部人的机制，包括控股股东和公司管理层在内的内部人通常保持着对公司的超额控制，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。追求控制权私人收益的“典型”做法包括：第一、通过各种形式的不公平的关联交易，转移与侵蚀公司利润和资产，如控股股东巨额占用上市公司资金，大股东以对公司不利的价格向公司出售商品、“服务”和含有“水份”的资产；第二、通过存在利益冲突的自我交易，中饱私囊，从公司捞取额外“好处”，损害公司利益而自肥，以致常常出现“穷庙（公司）富方丈（内部人）”现象，如高额的在职消费，以及管理层自我决定自己的高报酬，即使公司亏损严重，报酬水平却在迅速上升等；第三、通过利润操纵、财务作假等手段虚构公司盈利水平取得公开融资资格，抬高 IPO 价格和二级市场价格，进行内幕交易，通过欺骗公众投资者来获取巨额私人收益；第四、“借花献佛”，利用公司资源去发展私人关系，如在公司内外大搞“裙带关系”，任用人员时，只认关系和个人“背景”而不认人。

在股权集中的情况下，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，国家对企业进行的大量直接干预和政治控制通常与公司价值最大化的要求相悖。

在公司运作过程中，与内部人控制并肩而行的是关键人模式。关键人成为公司的“太上皇”，“一人独大”，大权独揽，在公司决策中，能够“一个人说了算”，有较大的任意权力，并且常常集控制权、执行权和监督权于一身。关键人通常为

公司的最高级管理人员或控股股东的实际控制人。

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”，难以起到对内部人和关键人的制衡作用。

5. 以市场为基础的外部治理机制发育不全

开始于 1970 年代末期的改革开放，使中国由传统的计划经济转向现代市场经济。现代市场经济体系犹如一个极为复杂、精巧的有机体，它的成长和成熟需要时间。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。

公司股权结构高度集中，“一股独大”，国有股运作过程政商不分，履行国有股所有者职能的政府机构和控股股东的行为严重地偏离股东价值最大化原则，上市公司三分之二股份不流通，股票二级市场价格扭曲，造成股权市场竞争不足和高度分割，公司控制权市场效率过低，透明度差，黑箱操作现象较为普遍，信息成本和操作成本高，操作的专业化程度和专业化水准低，市场运作的制度障碍较多。股权市场竞争不足，使得以财技为基础、仅有短期效应的报表重组在公司并购过程中能够大行其道，具有长期效应的实质性的战略重组在数量上极为有限。股权市场分割，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追逐公司控制权的私人收益，在股票二级市场上甚至存在着利用收购的非公开信息进行市场操纵和内幕交易的现象。

其次，债权人治理机制极不完善。

在信贷市场和公司债券市场上，由于（1）在信贷市场上占支配地位的国有商业银行仍然在一定程度上是政府的附属物，公司治理结构不完善，不能真正基于商业化原则运作，在决定贷款发放与回收上独立性不足，内外部信用风险控制机制较差，作为整体的银行部门的健全程度较弱，（2）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，最终的破产清算安排常常损害债权人利益，明显地对债权人不公平，（3）一种借钱赖帐不还的社会文化

和实践到处泛滥，包括转移公司资产后恶意地进行公司破产，以逃避公司债务，因此，在这样的市场环境中，债权人的权利缺乏保障，在债务人的公司治理过程中，债权人的约束被软化，难以有效地产生作用。

第三，机构投资者作用很小。

迄今为止，中国股票市场是一个以散户为主的市场，价格水平波动剧烈，市盈率、交易换手率、系统性风险较高，追涨杀跌的羊群行为和政策市特征明显，公司上市后业绩普遍逐年下滑，盈利能力十分不稳定，同时，由于股权市场割裂，股票供求关系和定价机制受到进一步扭曲，以致二级市场上不少公司股票的长期投资风险很高，投资者持股时间极短，长期价值型投资的空间极为有限。这些因素导致投资者在进行投资决策时，将注意力更多地放在股票二级市场的短期供求力量对比和市场买卖的技术分析上，而不是放在上市公司的基本面上，导致投资者在股票投资时更愿意采用迅速地“打一枪，换一个地方”的策略，而不是“买后长期持有”的策略。一般投资者的上述行为型式和投资策略亦为机构投资者所采用。

此外，一股独大和大部分股票不流通，使得只能持有少数股权的公众投资者难以获得上市公司控制权，也难以对上市公司的运作与发展决策产生实质性的影响。加之有关法规对证券投资基金持股的两个 10% 的限制，即“一个基金持有一家上市公司的股票，不得超过该基金资产净值的 10%”，“同一基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券，不得超过该证券的 10%”，直接减少了机构投资者可获得的上市公司股东投票权比例，降低了机构投资者参与改善上市公司治理的经济激励，导致机构投资者更倾向于消极地“用脚投票”，而不是积极地“用手投票”。现阶段机构投资者自身治理机制不健全，更进一步使机构投资者远离股东积极主义。而极少数机构投资者违规地串通上市公司，努力借助内幕信息和价格操纵，来增加投资收益或粉饰投资业绩，则只能对改善上市公司治理机制产生负面效应，而不能产生任何正面效应。

在经理人市场上，不少国有股占主要比例的上市公司经理人才的选拔，从多方面受到行政体制的约束，公司主要领导人常常先由政府或党组织直接或间接地选定，然后再在形式上由公司董事会等履行一下选举或任命程序，包括一些政府卸任官员“金降落伞式”地“空降”到上市公司，被委任为上市公司主要领导人。

国有上市公司甚至存在着同政府机构类似的行政（政治）级别，公司高级管理人员往往出现“商而优则仕”的现象，升迁时主要依据的是政治关系而非企业家才能。在民营上市公司高级管理人员的选拔上，依据的标准则往往基于是不是控股者的家族成员，或者基于是否能同控股者的家族保持最紧密的私人关系。因此，总体而言，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。

除筛选机制外，目前中国上市公司管理层的报酬结构比较单一，长期性的股权激励在制度上受到较多限制，业绩考核制度和报酬决定机制不健全，报酬决定往往不能与工作业绩密切挂钩，具有较大的随意性，整个薪酬制度和激励机制尚未真正市场化，直接影响了管理资源的有效利用。

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、缺乏对信息披露主体的有效的法律约束机制。

对发布虚假财务信息，信息披露主体通常需要承担的法律 responsibility 包括刑事责任、行政责任和民事责任。而在目前中国证券市场的实践中，对许多信息披露违规行为往往只是进行行政处罚，难以对违规者起到足够的威慑作用。

二、行政干预和资本市场缺乏足够的竞争。

中国大部分上市公司为国有企业或国有控股企业，其中不少企业的上市过程是基于上市额度制由政府机构主导的。在 GDP 增长率正式或非正式地成为政府官员的政绩指标的情况下，一个地方的上市公司越多，上市融资的数额越大，所支配的经济资源就越多，GDP 的增长潜力也越大，政府官员的政绩就越“显著”。因此，上市过程演变成了一种政治过程，而不是一种基于资本市场竞争的过程。在政商不分的前提下，一些政府机构得到上市额度后，往往对一些原本不符合上

市条件的企业进行过度“包装”，甚至直接或间接地支持企业编造虚假信息，以便能够上市。并且，由于股权投资者的资本所有权缺乏保障，上市融资被股票发行人看作是无需还本付息的“免费午餐”，能够带来种种可观的私人收益，故而乐此不疲。即使不采用额度制，这种上市和融资的“饥渴症”依然存在。在这样的环境下，一些目光短浅的中介机构及其职员往往迫于生存的压力和出于逐利的动机，亦对作假者放行。

三、企业内部缺乏有效的信息披露实施机制。

中国上市公司尚未普遍建立行之有效的信息披露内部控制机制和责任机制。很多企业的董事会尚未设立真正独立、有效的审计委员会，即使建立了审计委员会，但在成员构成、实际权力和职责等许多方面不到位，难以发挥对公司执行层的有效监督和控制作用。目前公司的监事会和内审机构也往往附属于公司执行层，由内部人主导，在监督公司执行层方面作用不大。

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。在股份公司运作过程中，受托责任要求公司董事和管理人员按照公司全体股东最佳利益行事，即忠实于公司和全体股东，避免利益冲突，保证自己的行为不是基于自身利益和少部分股东的利益，并且能够勤勉尽责，不辱使命。从利益相关者和市场参与者的角度来说，受托责任要求经济活动主体必须善意行事，恪尽职守，正直可靠，诚实信用，言行一致，不损人利己，不假公济私，不欺诈作假。

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，不能尽职尽责，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。

导致这种局面的因素主要有以下两个方面：

第一，缺乏良好的受托责任机制所需要的足够的支持性制度资源。

例如，法律体系不健全，公司内部人违规的私人成本远远低于私人收益，有关法律和法规对违规者的惩罚与威慑不足，难以有力地发挥抑制作用，特别是证

券市场民事赔偿方面基于实体法和程序法的制度安排远未到位，投资者保护缺乏相应的制度保障。

中国目前尚未建立起一套完整的、可相互支持、相互补充的公司治理法律架构，也缺乏一套成熟的、可自我实施的公司治理最佳做法和有关的自律机制。

第二，缺乏良好的受托责任机制所需要的支持性社会文化。

现阶段中国仍然未能在政治、经济、法律等各个社会实践领域内全面地形成一种正直、诚实、守信的社会文化氛围和行为操守。正直、诚实、守信，在相当大范围内仅仅只是一种良好的愿望，而不是一种基于个人最大化动机的、自觉的行为型式。

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、证券市场发展水平之间存在着很强的正相关性。

以新闻媒体自由为基础的充分的舆论监督和社会公众监督，能够减少证券市场上的信息不对称，提高证券市场和上市公司的透明度，有助于投资者降低信息搜寻成本，了解各种相关事件的真相，更加完整、准确、及时地获得各种至关重要的客观信息，改善决策质量，避免非理性的盲目投资，更迅速地回避和控制投资风险，有助于上市公司健全运作，合规行事，促使它们善用投资者的资本，培养并珍惜自己的良好社会声誉和公司名称，从而有助于不断改善证券市场的运作秩序，提高整个证券市场的定价效率和资源配置效率。因此，一个自由、客观、专业、富有负责精神和独立监督作用的现代新闻媒体制度，对证券市场的健全发展来说，是必不可少的。

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。

与此相联系的是，（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）关于舆论监督的制度安排不到位，舆论自由的制度保障和法律保障不足，（3）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。

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，必须进一步完善中国上市公司治理制度，探索符合中国国情的公司治理机制。本报告提出的对策是一套相互配合和支持的综合方案：只有从根本问题入手，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

转轨经济时期政府同时担当社会公共管理者和国有企业出资者双重角色，冲突难以避免。政府在公司治理中的“缺位”、“越位”和“错位”表现，影响着中国公司治理的规范化发展。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。

第一，收缩国有资产的规模。政府在公司治理中的角色是同其所持有股份比例相关的，当其处于绝对控股地位时，就会出现“一股独大”或“单一股东决定董事会”的现象。由于政府是公司的大股东，政府的行政干预就有了实际的经济基础，行政化就可能突破市场化原则。解决这一问题的根本办法是弱化政府的大股东地位。为此，必须降低政府在竞争性领域的持股比例，甚至退出竞争性的经济领域。我国目前有大约 18 万家国有企业，而且大多数为中小型企业。从管理的技术可行性角度而言，无论什么样的管理体制和管理机构都无法管理好如此众多的企业。因此，新的国有资产管理体制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。国有资产管理的重点在于“所有者到位”，而“退出”过程中的重点则是确保“卖主到位”，防止不公平交易造成的国有资产流失。

第二，政府所有者职能与其他社会公共管理职能必须分离。没有这种分离，所有者职能势必分散在众多政府部门，人人都干预企业，人人都不负责任，结果就无法避免所有者缺位的问题。同时，只要政府的两种职能混在一起，国有企业就很难真正成为市场竞争主体，因为在政府各部门的干预下，要满足方方面面的要求和偏好，国有企业的运营目标不可能单一化、商业化。

第三，充分利用市场机制，减少行政干预。良好的公司内部治理机制只有在一个竞争性的市场环境里，才能发挥其积极作用。因此，为上市公司提供适宜的制度环境是中国政府当前面临的一项重要任务。政府在经济中的恰当角色是设定公平、高效、透明的市场游戏规则，并保证规则的执行，而不应继续既当“裁判员”又当“运动员”。唯有如此，才能彻底改变政商不分状况，建立法治秩序，完善市场运作机制，让市场竞争机制在更广范围内、更深层次上发挥作用。

第四，新的国资机构必须做到“到位”又不“越位”。国资机构作为出资人代表，应按《公司法》认真行使股东权力，但也只应以股东的方式行使股东权力，不应以行政审批的方式直接干预企业的经营管理。国资机构的明确定位是“履行出资人职责”，进行“资本运营”，而不是“管理国有企业”。

第五，确保国有企业的经营目标单一化、商业化，重视资本回报。目前，我国国有企业运营目标多元化，企业同时承担着大量的“政治”和“社会”职能。此外，在业绩评价方面，国有企业过多强调产值、规模和数量，很少考虑相应的成本和回报。因此，在新的国有资产管理体制下，国资管理机构的目标应当单一化、商业化，专注于国有资本的回报。除国防等少数领域外，绝大多数国有企业都应当以追求资本回报最大化为唯一目标。

第六，依靠董事会治理国有企业。国际经验说明，管理较好的国有企业一般都效法非国有企业依靠董事会的组织体制。拥有一个强有力的董事会，将会推动企业健全运作，减少政府干预的必要性。

2. 逐步实现上市公司股权全流通

生产要素的自由流动，包括资本和公司股权的自由流动，是提高资源配置效率和改善中国上市公司治理结构的前提条件之一。目前，中国上市公司股权结构

中非流通股是主体，这不仅导致市场分割和市场价格信号扭曲，削弱了资本市场竞争，抑制股权市场和公司控制权市场的正常发展，而且导致流通股股东和非流通股股东在股权转让价格、股东价值最大化途径、资本与融资结构选择等方面的利益差异，刺激处于控股地位的非流通股股东采取有利于自己但不利于流通股股东的最大化行为策略。因此，降低非流通股（包括国有股）在上市公司中的比重，最终使非流通股“淡出”证券市场，是完善上市公司治理机制的重要途径。

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，一度被喻为中国证券市场的“命门”。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，保护投资者，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，降低解决成本，减缓冲突的程度和影响。应进一步完善保护债权人合法权益的企业破产清算制度，杜绝企业通过假破产和逃废债务损害债权人的利益。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。

此外，为强化法律的实施机制，还应在以下几个方面作出努力：（1）在制定新法律和修改现有法律时，应由迄今为止主要着眼于政府管制和倚重行政手段，转向主要着眼于保护投资者，完善公司和市场的运作与发展机制，促进法律自我实施。（2）强化司法和执法的有效性、经济性和可执行性，使受损害者可以便捷、低成本地实施司法救济，在诉讼程序、诉讼费用安排等方面，为投资

者主动获得必要的法律救济创造良好的制度环境，实现程序理性。（3）在实体法方面明确规定经济诉权，使受损害人在保护自身合法权益、寻求司法救济时有法可依。（4）在证券市场民事诉讼制度安排中引进和发展“公正第三方”制度等，容许具有公信力的律师、会计师、其他独立人士与组织，义务性地协助受到损害的中小股东起诉。（5）对于在企业经营运作中发挥决定性作用的企业管理者和大股东，应规定以其私人财产作为违规担保，并辅之以个人破产制度，从而大幅度提高关键人违规的私人成本，从根本上改变上市公司为最终责任人的违规行为“买单”的不正常现象。（6）在信息不对称而辩方具有信息优势的情况下，应基于保护弱者的原则由辩方承担举证责任。

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，投票程序和规则应确保对同类别股东一视同仁，并不应因此而给股东、公司增加不合理的开支，股东大会时间、地点的选择应有利于让尽可能多的股东参加会议等。

（2）完善股东的知情权、质询权和提案权。如董事会应通过股东大会等途径同股东进行交流，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，董事会应向股东提供提问、质询的机会等。应降低股东大会接受股东提案所需股权数量“门槛”，尤其是当这些提案涉及的问题与控股股东存在利益冲突时。

（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，控股股东不得利用资产重组等方式损害上市公司和其他股东的合法权益，不得利用其特殊地位谋取额外利益；控股股东对上市公司董事、监事候选人的提名，应严格遵循法律、法规和公司章程规定的条件和程序；控股股东不得直接或间接干预公司的决策及依法开展的生产经营活动，损害公司及其他股东的权益；控股

股东与上市公司应真正实现人员、资产、财务分开，机构、业务独立，各自独立核算、独立承担责任和风险，包括禁止上市公司为控股股东及其关联企业进行贷款担保，等等。需要使这些要求体现在法律中，在实体法和法律实施程序方面得到足够的保障，使控股股东的法律责任能够具体地、切实可行地落到实处，以法治化的制度来解决问题。

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：

（1）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。某些董事会所属委员会应全部由独立董事组成，这包括履行以下职能的委员会：审计、董事提名、董事会考评和管理、总裁考评和管理层薪酬等。（2）独立董事应定期举行会议，公司的管理层和其他非独立董事不应参加。（3）应避免总裁兼任董事长，在总裁兼任董事长的时候，董事会应正式或非正式指定一名独立董事，该独立董事应在协调其他独立董事方面发挥主导作用。（4）董事的薪酬是现金和股权激励的组合。其中股权激励占整个薪酬的很大比例。（5）董事会应具有关于公司业绩的综合信息，包括客户与员工满意度数据等。（6）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。（7）董事会应定期审查公司高级管理人员的人员发展计划，公司高级管理层应定期向董事会报告。

二是建立董事会的自我评价体系。包括：（1）董事会对其运作制度应形成书面文件，并定期重新评价。（2）确定董事任职标准，根据提名推荐，董事会综合考虑每个人的特点、经验、不同的观点和技能，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。（3）董事会为自己制定透明的业绩标准，并根据这些标准定期评价董事会的工作。（4）董事会成员的薪酬应参照其他可比公司的情况来确定，并与公司的长期业绩和持续发展能力挂钩。

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，强化董事会的集体领导作用，完善公司的内部控制机制和监督制衡机制，避免出现董事会被个别关键人或大股东操纵的局面，推广董事会的各种有关的最佳做法，并将

它们形成制度化的、操作性的实施细则，防止董事会及其下属委员会的运作流于形式。

四是提高董事的综合素质，对公司董事进行持续的培训和教育，包括尽快建立公司董事协会等全国性的独立的自律组织，编写内容翔实、完整的董事手册或董事指引，使董事协会成为专业化、制度化的公司董事培训与专业交流机构。

五是在强化董事的民事责任的同时推进董事责任保险制度，鼓励董事在合规的前提下积极、主动、有效、富有创新精神地善意行事，努力履行其职责，为股东和社会创造更多的价值。

6. 明确监事会职能

当初中国公司组织架构设计者打算借鉴德国双层董事会制度，通过设立监事会来监督公司管理层等内部人。然而，与德国的监事会作为公司决策机构、管理委员会作为其执行机构的制度安排相比，中国公司监事会在法律上的实际定位相去甚远，实践中更形成了“强管理层，弱监事会”的事实。多种原因导致中国上市公司中的监事会长期处于被忽略的状态，形同虚设。另一方面，近阶段由于大多数上市公司聘请了独立董事，有些上市公司还设立了主要由独立董事组成的董事会下属审计委员会，从而突出了独立董事的监督职责。这一局面在中国引发了关于独立董事与监事会的职能是否重叠的争论。

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。因此，进一步明确监事会的职责，加强监事会的独立性，让监事会的功能落到实处，也是强化上市公司治理结构的一个途径。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。交易出售是各国国有资产退出的重要途径，培育资本顺畅流动的并购和公司控制权市场是实现资源优化配置和产业结构调整的重要手段。在目前国有股不能上市流通的前提下，应按照有进有退，有所为有所不为的原则，逐步减少国家持股比例。同时，应防止国有股转让后出现新的“一股独大”，真正推进股权多元化，避免股权转让过度集中和由此形成新的股权结构障碍，影响公司控制权市场的发展质量、发展效率和发展的广度与深度。

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，消除各种阻碍市场发展的制度障碍和政府的过度管制措施，降低市场运作的制度成本，为基于市场力量和市场内在需求的金融创新留下足够的制度空间，使公司控制权市场的运作和发展由目前的政府主导转为市场主导，避免对政府审批等直接干预手段的过度依赖。

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，防止大股东借助并购过程损害公司利益和掠夺中小股东，避免纯粹的“换汤不换药”式的“报表重组”，使公司并购重组活动走出以绩差上市公司为中心、以“保牌”（保持上市和再融资地位）为目的、以价值转移为主要方式的困局，完善市场定价机制、融资机制和其他操作机制，提高并购信息的披露质量和公司并购质量，保证市场公正、透明和有效率，使并购成为强化市场竞争压力，改善产业组织和市场结构，推动优胜劣汰，促进公司做强做大的有效手段。

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各種制度缺陷，建立有利于机构投资者参与改善公司治理的制度环境。

例如，由于“一股独大”和三分之二股份不流通，机构投资者能够掌握的股权和相应的股东投票权比例很低，难以对公司的决策施加明显的影响，故而对上市公司治理漠然置之。这种股权结构和市场分割，也使代理投票权、股东提案权等制度难以产生效力。为此，需要改变这些不利的制度安排。

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，进一步加强和改善证券市场监管，加强和改善对机构投资者投资行为的监管，抑制市场操纵、内幕交易等不当获利行为，加强和改善对上市公司的监管，避免有利于行为不当者的逆向选择，最大限度地消除市场扭曲。

第四，改善机构投资者的结构，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，培养长期投资理念和长期投资文化，形成长期投资的行为模式，推动机构投资者关注公司治理等长期性基本因素，促使它们更加重视“用手投票”而非“用脚投票”。

第五，在实际操作层面上，为机构投资者参与改善公司治理提供各种支持性的机制，消除参与的各种制度障碍和技术性障碍，帮助机构投资者了解参与内容、参与途径、参与方式、参与程序，提升参与能力，降低参与成本，提高参与质量和参与效率，改进参与效果。例如成立机构投资者协会，在机构投资者参与改善公司治理方面提供专业培训和咨询，推动国内外交流，普及相关知识，实现信息、经验和资源共享等。

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：

（1）在作为债务人的上市公司的治理中，在制度和实际做法上，具体、完整、合理地确立债权人的直接参与权、参与程度和各种有效的参与形式。例如，外部董事中包括债权人推荐的代表；当上市公司进行重大重组、且这种重组对债权人的利益具有实质性影响时，在法定的程序安排上，重组方案须得到债权人的认可；当公司陷入财务困境时，引入接管制度，由债权人代表和来自会计师事务所、律师事务所等机构的公正第三方代表所组成的接管小组接管，等等。

（2）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，引入刺穿公司面纱制度，形成健全的公司破产清算和重组制度，从制度安排上有效地防止公司控股股东和

管理层等内部人恶意利用公司的有限责任性质，借助关联交易、自我交易、公款私用、在职高消费等手段“掏空”公司，滥用公司资金，转移公司资产与收益，进行破产欺诈，侵害债权人利益。

（3）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，提高银行经营的透明度，避免政府干预造成银行行为扭曲，确保银行按照商业原则独立运行，有足够的激励去追求信贷资产的有效配置和利用，确保整个银行部门健全发展。

10. 促进经理人市场迅速成长

这方面改革的重点，是废除包括政府控股的上市公司在内的国有企业的行政级别，废除公司领导人正式或非正式的行政任命制，避免经理人官僚化，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。同时完善经理人选聘的决策支持环境，包括推动经理人中介行业的发展，建立企业家资源信息库等。

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，例如完善董事会报酬委员会的运作机制，建立规范的业绩考核制度，建立透明的业绩考核标准和报酬标准，使报酬决定与工作业绩考核结果密切挂钩，防止董事与高管人员自己直接决定自己的报酬和由此出现利益冲突，保证整个报酬决定过程公正、透明、有效；（2）形成合理的公司董事与高管人员报酬结构，降低固定报酬的比重，提高风险性和以股权为基础的可变报酬部分的比重，使得公司董事与高管人员同公司股东一起共同承担公司经营不佳的风险，共同分享公司经营成功的收益，建立完善的利益共同体机制，实现利益相容；（3）促进相关的法律机制和监管机制合理化，在公司董事与高管人员报酬决定上，尤

其在股权激励方面，政府和证券市场监管机构的功能，应集中于提供并保证实施有利于市场有效运作和健康发展、有利于充分发挥微观经济主体的主动性和创造性的游戏规则，因而必须放松政府管制，取消对单个操作方案所进行的、越俎代庖式的行政审批和政府的直接干预，为市场导向的公司董事与高管人员报酬制度创新，提供合宜、高效的制度空间与自由的微观操作环境。

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，消除妨碍它们独立公正、审慎客观、诚信合规、专业有效地发挥第一“看门人”作用的各种外部制度障碍，同时强化中介机构及其工作人员的民事责任和其他法律责任，完善市场准入制度和市场竞争机制，避免激励扭曲；第二，在中介服务行业中制定严格的、可实施的执业标准，实现中介机构及其工作人员执业程序的合理化、制度化，为中介人员真正履行尽职调查等义务提供操作程序上的保障；第三，在中介机构内部建立良好的内控机制和治理机制，包括为避免利益冲突而实施的“中国墙”制度，防止以不正当手段谋求业务发展和增加私人利益；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；第五，大力发展各种作为非政府组织的行业自律组织，发挥它们在制定和实施行规行约，进行专业培训，提高从业人员业务素质，形成良好的执业操守，维护执业水准、行业声誉、公众信心和市场竞争秩序等方面的组织作用，包括推动相关的自律组织直接参与改善上市公司治理过程，制定公司治理方面的有关最佳做法等。

13. 完善信息披露制度环境与实施机制

为提高信息披露质量，中国目前迫切需要完善信息披露制度环境，建立有效的信息披露实施机制。

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（尤其是公司执行层中的最高负责人和财务负责人）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、聘选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，为充分发挥中小股东和会计师事务所等机构对上市公司信息披露的外部监督与制约作用提供行之有效的制度保障。

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，一方面，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，在制度和法律安排上切实保障舆论自由，并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，发挥新闻媒体的下述作用：A、向所有市场参与者提供准确和客观的新闻信息，促进资本市场有效运作；B、发现并披露违规、违法行为，促进证券市场和上市公司公正、透明地运作；C、发现、披露和分析、探讨证券市场与上市公司的新问题。

另一方面，要提高媒体从业人员的素质和执业水准，完善媒体的治理机制和自律机制，在媒体的业务运作中，引入“中国墙”制度，将新闻与广告业务分隔开来，不搞有偿新闻，将新闻与评论版面分隔开来，不让客观的新闻和带有主观色彩的评论混杂在一起，提高媒体的质量、准确性、专业性、客观性和负责精神，提高新闻媒体监督的质量和深度，并在媒体业逐步引入市场竞争，推动媒体优胜劣汰。

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。这需要建立恰当的公司运作机制和程序，堵塞运作

过程和操作过程中的制度漏洞，最大限度地消除干坏事的机会。

第二、不敢干坏事。这需要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，抑制非生产性努力，鼓励人们“利而不害”，依靠正当途径致富。

第三、不愿干坏事。这需要建立完善的公司治理文化，形成良好的道德秩序和经济行为主体的自我道德约束机制，实现义利统一。

这里，首先要通过一整套的“不能为”、“不敢为”的制度建设，在制度安排上实现利益相容，避免逆向选择和激励与约束机制扭曲，最终推动人们“不愿为”。

其次，要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會文化和行为模式，作为对不完备的法律与私人合约的补充，形成一种系统的、完整的社会协调机制和行为规则，建立市场经济健康发展所必需的现代法治文明、合约文明和道德文明。