

第五章 外部治理机制(II)

有效的公司治理不仅依赖于健全的公司内部治理结构，而且依赖于良好的外部治理环境和外在制度安排，其中包括债权人、机构投资者、中介机构和自律组织的外部约束以及资本市场、产品市场和经理人市场的竞争等。

由于历史和体制原因，中国上市公司大多由国有企业改制而来，国家处于绝对控股地位，流通股比例偏低，企业的运作与发展在相当程度上仍旧受到非经济因素的制约，资本市场高度分割，严重扭曲，盛行短期投机和缺乏有效竞争，机构投资者与经理人市场不发达，债权人和中介机构未能在上市公司治理中发挥重要作用。这些都造成公司外部治理机制极为弱化。

中国上市公司的债权人治理机制

债权人是公司借入资本即债权的所有者。理论上讲，由于债权人要承担本息到期无法收回或不能全部收回的风险，因此债权人和股东一样，在公司治理上，有权对公司行使监督权。债权人可以通过给与或拒绝贷款、信贷合同条款安排、信贷资金使用监管、参加债务人公司的董事会等渠道起到实施公司治理的目的，尤其是当公司经营不善时，债权人可以提请法院启动破产程序，此时，企业的控制权即向债权人转移。

中国上市公司的主要债权人为银行部门

中国资本市场发展的时间较短，企业资金主要来源于银行体系。据中国人民

银行金融研究所的一项研究报告资料显示，在其抽样调查的 41 家国有大中型企业和 29 家国有小型企业中，平均资产负债率为 71.1%，在总负债中，银行借款占 74.4%。¹另根据中国证监会的相关资料统计，中国上市公司目前资产负债率水平超过 50%（见表 5.1 和表 5.2）。这说明，银行是上市公司最主要的资金来源渠道。

表 5.1
中国企业直接融资与间接融资情况比较

年份	境内筹资总额 (A 股)(亿元)	银行贷款增加 余额(亿元)	国有银行贷款增 加余额(亿元)	境内筹资占银 境内筹资占国有	
				行贷款增加余 额比例(%)	行贷款增加余 额比例(%)
1993	276.41	6335.4	4845.61	4.36	5.70
1994	99.78	7216.62	5161.00	1.38	1.93
1995	85.51	9339.82	6915.45	0.92	1.24
1996	294.34	10683.33	7937.75	2.76	3.71
1997	853.06	10712.47	8149.96	7.96	10.47
1998	778.02	11490.94	9100.39	6.77	8.55
1999	893.6	10846.36	8742.71	8.24	10.22
2000	1498.52	13346.61	10074.02	11.23	14.88
2001	1182.15	12912.9	6412.91	9.15	18.43

资料来源：中国证监会主编《中国证券期货年鉴》，百家出版社，2002 年版。

表 5.2
中国上市公司历年资产负债率变化

年份	上市公司 家数	资产总额(亿 元)	股东权益(亿 元)	总负债(亿 元)	募集资金占股	
					东权益比例 (%)	资产负债率 (%)
1992	53	481.00	168.27	312.73	29.71	65.02
1993	183	1821.00	933.00	888.00	29.63	48.76
1994	291	3309.00	1628.00	1681.00	6.13	50.80
1995	323	4295.00	1958.00	2337.00	4.37	54.41
1996	530	6352.00	2940.00	3412.00	10.01	53.72
1997	745	9660.58	4824.77	4835.81	17.68	50.06
1998	851	12407.52	6266.76	6140.76	12.42	49.49
1999	949	16107.36	7639.35	8468.01	11.70	52.57
2000	1088	21673.88	10079.77	11594.11	16.52	53.49

资料来源：中国证监会网站。

¹中国人民银行金融研究所：《国有企业债务重组与银行资产保全》，经济科学出版社，1998 年。

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。

现阶段银行在公司治理中没有发挥显著作用

从现实情况来看，作为上市公司外部治理重要力量的银行仍没有发挥其应有的作用。主要表现在以下几个方面：

(1) 银行贷款发放的独立性仍然不足。在二十世纪 90 年代中期以前，国有商业银行的贷款决策受中央政府的宏观经济发展政策以及地方政府游说和干预的影响较大，并非由上市公司信用状况和项目的投资回报所决定。尽管在 90 年代中期以后，国有商业银行在信贷管理方面开始了一系列改革，但目前贷款发放上仍然受到方方面面不同程度的干预。

(2) 对借款人的监控十分薄弱。国有银行同债务人签订的信贷合同中很少包

含对借款人进行审计、允许银行参与借款人战略决策的条款；在有关借款人资产重组、所有权变更、战略调整等方面，债权银行只有知情权，而没有协商和批准的权利，而且即使是知情权也很难得到真正落实；债权银行关心的主要是贷款本息的及时偿还，一般并不要求债务人严格遵守关键的财务指标。

(3)在公司董事会、监事会中缺乏代表。尽管银行是企业的主要债权人,上市公司通常却并不邀请银行的代表出席年度股东大会；在上市公司董事会和监事会中缺乏银行的代表，在董事会作出重大决策时一般都没有银行代表的列席。根据上海证券交易所研究中心的问卷调查（1999），来自银行(包括存在债权关系和股权关系的银行)的董事人数只有 1 / 10 左右,而且呈现波动下降趋势(参见表 5.3)。

表 5.3
样本公司董事会成员来源

	上市时	1996	1997	1998	1999
股东单位派遣的董事人数	7.07	6.6	6.49	6.81	6.92
来自第 1 大股东的董事人数	5.1	4.51	4.66	4.97	5.33
来自第 2 大股东的董事人数	1.5	1.37	1.38	1.42	1.56
来自第 3 大股东的董事人数	1.02	0.96	0.94	0.95	0.99
政府部门派遣的董事人数	1.37	1.26	0.97	0.74	0.64
来自银行的董事人数	1.08	1.28	1.16	1.06	0.84
来自非银行金融机构的董事人数	2.21	2.32	1.98	2.06	2.04
来自关联单位的董事人数	4.45	3.78	4.38	4.59	4.81
来自非关联单位的董事人数	2.92	3.39	3.09	3.17	3.09
来自行业主管部门	0.85	0.67	0.77	0.81	0.7

资料来源：上海证券交易所研究中心问卷调查，1999 年

(4) 债务人违约时债权人利益得不到有效保护。当国有企业贷款到期不能还本付息，债权银行提起诉讼时，地方政府往往出于安定团结的考虑，要求法院不予受理；即使法院作出有利于债权银行的判决，也得不到有力的执行。特别是在许多国有企业破产案中，政府剥夺了银行作为贷款抵押品的土地使用权，优先安置员工和发放养老金，银行的债权人利益得不到保障。

专栏 5.1

天津渤海啤酒厂破产后的银行债权

天津市渤海啤酒厂组建于1980年，隶属于天津市一轻局的酿酒工业公司。该企业因在基建、经营、管理等方面的一系列失误，一直没有真正达到创建时的预期目标。它从1985年开始生产啤酒起，除第一年有80万元盈利、第二年持平外，其余年份都是亏损，至1993年累计亏损达1856万元。1993年10月后，该厂因负债累累，借贷无门，不得不停产。1994年6月该厂被天津市高级法院宣布破产，并于1995年1月被强行拍卖。天津市高级法院宣告渤海啤酒厂破产后，登记债权人83户，经法院认定的有效债权为18426.3万元，其中约92.68%为国有银行和天津市信托投资公司的债权。渤海啤酒厂经过拍卖，共获得5400万元，其中2600万元为土地使用权的转让收入。这笔收入被市政府以安置职工的名义扣减。余下的2800万元用于偿付债务。结果，除优先偿付了部分抵押贷款外，一般债务的偿付率仅为9%。根据渤啤的职工人数和当时天津市的安置标准，这2600万元资金用于安置职工绰绰有余，谁掌握了这笔资金的使用权，谁就能获得一笔额外的资金。天津市的几个部门为争夺这笔资金的控制权曾发生激烈争执。显然，政府部门以安置职工的名义截留了很大一部分拍卖收入。

这表明，政府主导的企业破产清算尚缺乏明确的程序和规则，破产拍卖容易成为各有关方面争夺清算收入的过程。象渤啤案例中的情况那样，地方政府利用手中权力截留拍卖收入，实际上侵犯了其他债权人（首先是国家银行）的利益，这是地方与中央经济利益之争的一种表现。银行部门对国有企业的破产、重组持消极甚至抵制态度，与地方政府的这种行为有密切关系。因为在这种破产清算中，银行将是最大的损失者。

资料来源：韩朝华《国有企业产权交易中的市场组织问题》，1996年。

债权人治理机制弱化的成因

一是银行法的限制。按照现行的《中华人民共和国商业银行法》规定，商业银行在中华人民共和国境内不得向非银行金融机构和企业投资。由于企业所欠债务70%以上来自商业银行，这就意味着该部分债权在债务人违约时无法转化为股权。因此，银行作为最大的债权人除按贷款协议扣押其抵押担保外，无权参与公司的经营决策等。

二是公司法的限制。根据《中华人民共和国公司法》的规定，董事、监事代表的是股东的利益。这就排除了债权人在公司正常的经营条件下参加公司治理的法律途径。

三是企业破产机制的缺陷。根据我国《国有企业破产法》，企业破产申请需经主管当局审批，清算组成员主要包括破产公司的股东、主管部门和地方政府，债权银行很难参与，往往成为破产程序中事实上的局外人。尤其是在地方政府保护下，破产欺诈难以得到纠正和追究，严重限制了银行对无偿债能力的债务人的影响。在破产清偿顺序中，债权处于不利地位，破产企业的财产经过支付破产费用、缴纳所欠税款和安置职工之后，到债权人序列时已经所剩无几。

四是政府的干预。政府往往从社会稳定或地方经济利益的角度出发，在企业遇到困难时全力给与它们支持，而那些信誉和财务状况不良的企业也常常动用政府的力量对拒绝给与贷款的银行施加影响，从而弱化了银行评估和监督上市公司行为的能力。

最后，也是最重要的一点在于银行本身存在严重的治理机制问题。目前的工、农、中、建四大国有商业银行，都是国有独资银行，经营中盈利归国家，亏损也由国家承担。国家委派的银行管理者和经营者的行为政治化。国有独资银行的所有者缺位造成其自身就存在严重的公司治理问题，难以形成真正有效的激励和约束机制，缺乏在竞争中求生存求发展的内部动力，决定了银行经理人员本身也缺乏足够的动机去争取积极参与改善公司治理的权利。

专栏 5.2

中国人民银行规范股份制商业银行公司治理规范

为进一步健全股份制商业银行公司治理，维护存款人和社会公众利益，促进股份制商业银行安全、稳健、高效运营，中国人民银行制定了《股份制商业银行公司治理指引》（以下简称《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》（以下简称《制度指引》）。

《治理指引》共 7 章 84 条，区分了股东大会、董事会、监事会的职能，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。

《治理指引》规范股东行为，防止股东操纵银行经营管理过程而损害存款人利益；建立独立董事制度，完善董事会组织结构，提高董事会决策的科学性；明确行长职责，解决董事

长、行长责权不清问题；建立外部监事制度，完善监事会组织结构，强化监事会的监督职能；完善激励约束机制，增强银行活力。

《制度指引》共 5 章 34 条，对股份制商业银行独立董事、外部监事的人数、产生、任职资格及任职期间的权利、义务和责任，予以较全面、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会和监事会，有效发挥它们监督作用，促进银行稳健经营。

《治理指引》和《制度指引》在坚持公司治理一般原则的同时，强调以保护存款人利益作为股份制商业银行公司治理的宗旨，体现出银行作为特殊的股份制公司的特性。它们的贯彻与实施将有助于改善商业银行的公司治理，促进商业银行防范风险，有利于商业银行的稳健经营与可持续发展。

资料来源：中国人民银行网站，2002 年 6 月 5 日。

机构投资者在公司治理中的作用

在成熟的资本市场，机构投资者对其所投资企业往往能施加重要影响。当一个或少数几个大股东持有公司股份达一定比例(如 10%~20%)，他们就有动力去搜集信息并监督经理人员，从而避免了中小股东中普遍存在的“搭便车”现象。机构投资者是上市公司的大股东，往往能够通过拥有足够的投票权对经理人员施加压力，甚至可以通过代理权竞争和接管来罢免经理人员，有效解决代理问题。

中国机构投资者发展现状

截止 2002 年底，沪深两市机构投资者开户数为 34.52 万户，占全部投资者开户数的比例为 0.513%²。而根据当前中国证券市场对于机构投资者的分类，机构投资者可分为五类，分别为：

(1) 证券投资基金。截至 2002 年底，中国证券市场共有 54 只封闭式证券投资基金，17 只开放式证券投资基金，管理的资产规模达 1319 亿元人民币。2002 年新发 18 只基金，募集资金 653.68 亿元，4 家中外合资基金管理公司正式获得资格审批并获准筹建。伴随着中国证券的进一步发展，将会有越来越多的证券投资基金出现。

² 数据来源：中国证监会主编《中国证券期货年鉴》，百家出版社，2003 年。

(2) 证券公司。证券公司是中国最早出现的一类机构投资者，发展速度很快。截至 2002 年 12 月，中国证券公司的总数达到了 124 家，总计注册资本为 1040 亿元。在规模持续扩大的同时，证券公司各项业务也在规范中持续发展。1992 年至 2002 年，证券公司承销上市公司 A、B 股发行金额累计达 8773.81 亿元，其中 2002 年为 961.75 亿元。证券公司在发展传统业务的基础上，还纷纷拓展公司并购、财务顾问、基金代销等新兴业务，积极培育新的利润增长点。

(3) 保险公司。近年来，中国保险业保持了快速发展势头，目前各类保险公司近 230 家。1999 年 10 月，中国保监会允许保险资金通过投资证券投资基金间接进入证券市场。目前各家保险公司的入市资金占上年末总资产比例在 10%—15% 之间。截止到 2002 年 7 月，保险资金持有的投资基金总额为 232.91 亿元，已成为证券投资基金市场中最大的机构投资者。

(4) 社保基金。财政部、劳动和社会保障部于 2001 年 12 月发布了《全国社会保障基金投资管理暂行办法》，规定全国社保基金可以投资证券市场，但投资于证券投资基金和股票的比例不得高于 40%。2002 年底全国社会保障基金资产为 1240 亿元，可入市金额最高为 500 亿元，将是中国证券市场的又一重要机构投资者。

(5) 一般法人投资者。这类机构投资者由国有企业、国有控股企业、上市公司和一些民营企业组成。较大的法人投资者，如上海久事集团、北京首创集团、新疆德隆集团等。1999 年 9 月，证监会规定上市公司、国有企业、国有控股企业等三类企业可以在证券二级市场从事证券投资，它们或自身直接运作资金，或通过券商、信托公司和投资公司以委托理财的形式进入证券市场。目前三类企业通过各种机构委托理财的资金达 1000 亿元左右。

机构投资者在公司治理中作用初步显现

早期的中国机构投资者力量比较薄弱，个人投资者是中国股票市场投资的主体部分，机构投资者基本上是被动投资，很少执行以公司治理为导向的积极投资，对所投资企业经营绩效表达不满的方式主要是“用脚投票”。随着机构投资者的发展壮大，他们也开始积极参与公司治理，这主要是由于机构投资者自身的较大投资规模，当其因所投资公司绩效不佳而大量卖出股票时，股价必然下降，从而使机

构投资者的损失加大。2002 年，中国证券市场上的部分机构投资者不再仅仅“用脚投票”，而是开始通过征集代理投票权和提出股东议案等形式积极地参与公司治理,作用开始显现。

专栏 5.3

中兴通讯增发 H 股遭遇基金经理的联手反对

2002 年 7 月 20 日，中兴通讯(000063)董事会发布公告，初步计划于 2002 年第四季度发行境外上市外资股，并在香港联合交易所主板上市。由于增发 H 股必然会影响到 A 股流通股股东的利益，特别是 11 只持有中兴通讯流通股比例 12.77% 的基金公司利益，因此遭遇多家持有中兴通讯的基金公司联手反对。基金公司主要在以下两个方面存在异议：一是认为 A 股公司在市盈率水平相对较低的香港市场发行 H 股，会造成对 A 股投资者权益的摊薄，从而损害 A 股投资者利益；二是认为中兴通讯业绩不错，可以选择的融资方式有很多，不一定是 H 股。因此，汉唐证券联合申银万国、长盛基金等 37 家机构投资者联名上书中国证监会，要求审慎看待中兴通讯发行 H 股，保护中小投资者的利益。同时机构投资者表示，他们将根据公司章程在一年的有效期内不断地要求公司召开临时股东大会和类别股股东大会，坚决不让中兴通讯 H 股发行成功。

8 月 26 日，在为中兴通讯发行 H 股议案举行的临时股东大会上，到会股东有 113 人，共持有公司 66% 的股份。由于大股东支持，中兴通讯增发 H 股方案还是以 90% 以上的赞成票获得通过。根据《证券时报》报道，会场上大股东与流通股股东针锋相对，股东大会在表决时曾一度中断，以汉唐证券为代表的流通股投资者要求进行两次表决：到场所有股东表决和流通股股东表决，但是最终未能成事。尽管如此，中兴通讯这一次感受到的基金经理们的压力之大是前所未有的，中兴通讯未来的决策将不能不考虑他们的利益。

2003 年 5 月 30 日，鉴于国际经济及资本市场的状况，尤其是 IPO 市场的持续低迷，中兴通讯无法在有效期限内完成 H 股的发行及上市计划，公司召开临时股东大会，审议通过了《关于停止公司 H 股发行上市方案的决议》，随后宣布放弃 H 股发行。

资料来源：根据相关媒体报道整理

合格境外机构投资者（QFII）制度

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。此前，QFII制度已经被台湾地区和其他新兴场所采用，事实证明，在货币可完全自由兑换之前，这一制度在吸引境外资本投资国内证券市场的作用是成功的。随后，中国证监会、国家外汇管理局和中国人民银行正式批准中国工商银行、中国银行、汇丰银行上海分行等8家中外银行获得QFII托管人的资格。2003年5月26日，中国证监会宣布瑞士银行和野村证券两家境外机构正式获准成为首批进入中国证券市场的合格境外机构投资者，QFII终于登陆中国证券市场。

申请合格境外机构投资者资格需要具备下列条件：申请人的财务稳健，资信良好，达到中国证监会规定的资产规模等条件，风险监控指标符合所在国家或者地区法律的规定和证券监管机构的要求；申请人的从业人员符合所在国家或者地区的有关从业资格的要求；申请人有健全的治理结构和完善的内控制度，经营行为规范等。由于合格境外机构投资者大多是经过严格挑选的境外大型投资机构，具有雄厚的实力、丰富的操作经验和良好的业绩，他们的投资策略将对众多中小投资者产生巨大的示范效应，而且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，其进入中国证券市场将对公司价值评价体系的形成和公司治理水平的提高产生积极影响。

当前机构投资者发挥作用的主要约束因素

总体看来，由于法律和制度等方面的障碍的存在，目前中国机构投资者在上市公司治理中发挥的作用还很小。这些障碍主要有：

首先，中国证券市场股权分裂，上市公司60~70%的股权为非流通股，导致以证券投资基金为主的机构投资者所持有的股份不足以对公司形成控制。同时，中国对投资基金的持股还有两个10%的规定，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上市公司发行的证券，不得超过该证券的10%”。如果以成熟证券市场标准，基金持有一家上市公司10%的股票，足以对公司形成控制。中国上市公司股权结构的显著特征是非流通股比例高，特别是其中国家股的比例过大（参见表5.5）。基金在绝大多数

上市公司中的持股比例不具有控制力，这严重地影响了其参与公司治理的能力。

表 5.5

中国 A 股上市公司 2001 年底未流通股分布

未流通股比例 (%)	$0 \leq X < 10$	$10 \leq X < 25$	$25 \leq X < 50$	$50 \leq X < 75$	$75 \leq X \leq 100$
公司数量	7	11	196	868	78
所占比例 (%)	0.6	0.95	16.9	74.83	6.72
其中国家股分布					
公司数量	410	92	282	349	27
所占比例 (%)	37.34	7.93	24.31	30.09	2.33

资料来源：按照巨灵网提供的数据整理

其次，尽管随着市场的进一步规范化，投机和违规行为已经受到很大抑制，但目前概念化、题材化的短期投资理念仍主导国内机构投资者投资行为。原因在于上市公司的股权结构不合理导致治理结构不完善，股东会、董事会、监事会没有发挥其应有的作用，这一局面非机构投资者单独可以改变，机构投资者参与这些上市公司治理的成本远大于收益。

第三，大多数机构投资者的国有产权性质使其经营者具有事实上负盈不负亏的特征，主要由国有证券公司和国有信托公司发起设立的基金管理公司也没有建立相关的约束机制来防范基金管理者的道德风险。这些机构投资者同样具有国有控股上市公司普遍存在的委托人缺位、“内部人控制”和法人治理机制不健全等问题，其参与公司治理的动力和效率不足。

外部中介机构在公司治理中的作用

要强化外部公司治理机制的有效性，就必须减少委托人和代理人之间的信息不对称，提高上市公司透明度。投资者通过上市公司披露的财务报告和其他信息，了解上市公司财务状况、经营成果和管理层的经营业绩，以此作出投资决策。而以管理层为主导编制的财务报告要取得公众的信任，就必须接受各类中介机构，如会计师事务所、律师事务所、资产评估机构以及投资银行等的审核，并出具鉴证意见。因此，各类中介机构，尤其是对上市公司财务会计信息进行独立审计的会计

师事务所以及在上市公司新股发行中承担主承销责任的投资银行，能否充分履行诚信义务，保证财务信息的真实可靠，对提高上市公司治理水平具有积极意义。

国内会计师事务所的发展及上市公司财务报告审计状况

伴随着市场经济的发展，中国的会计师事务所得到了快速的发展，会计审计领域的改革进程不断加快。1999年，为保证会计审计的独立性、专业性和公正性，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部门和大型国有企业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。截止至2002年底，中国共有会计师事务所4300余家，其中的71家可以从事证券、期货相关业务。

2002年，财政部对会计准则作出了一系列重大改变，使之更接近国际会计准则（IAS）。到目前为止已颁布了16项会计准则。审计准则方面的改革也引人注目。到2002年3月止，先后制定了五批独立审计准则，包括：独立审计准则序言、独立审计准则基本准则及3个相关基本准则（即职业道德基本准则、质量控制基本准则和后续教育基本准则）、27项具体准则、10项实务公告和4个职业规范指南，累计46个项目，初步建立了独立审计准则体系。

从上市公司财务报告审计的情况来看，自1993年起，中国上市公司财务报表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。根据中国注册会计师协会相关资料显示：经注册会计师审计，上市公司2001年年报总体调减了虚增的189亿元利润，挤掉利润水分达15.9%；上市公司2001年年报总体调减资产61亿元；通过注册会计师审计为国家挽回税收损失10亿元。

会计师事务所的监管与行业自律

目前中国对注册会计师行业的监管主要分为两个层次：一是政府监督，主要有财政部、审计署、证监会等政府部门对会计师事务所审计质量的检查；二是由中国注册会计师协会和各地协会组织的业务检查。

在政府监管方面，证监会和财政部不断加强对审计师的监管，打击审计师的不当行为。从1993到2001年，证监会因上市公司的信息披露问题一共处罚了24

家会计师事务所和 46 名注册会计师。2002 年 2 月，财政部、证监会联合发文批复，同意中注协对中天勤、华伦、中联信、深圳同人、深圳华鹏等五家有违规行为的会计师事务所不予通过年检的意见，并收回该五家事务所及有关注册会计师证券许可证。其中参与了银广夏的造假事件的会计师事务所——中天勤被撤销了证券业务资格，两位签字会计师的会计牌照被正式吊销。中天勤曾经是中国最大的会计师事务所之一，这家事务所已经被解散。

中注协也通过加大行业自律的力度，提高上市公司年报审计质量。2002 年 12 月 31 日，协会发出《关于做好 2002 年度上市公司年报审计工作的通知》，要求各具有从事证券、期货相关业务许可证的会计师事务所在对 2002 年上市公司年报审计中，严格遵循独立审计准则，建立健全内部质量控制制度，强化职业道德教育，提高风险意识、责任意识，谨慎执业。对于年报审计中遇到的会计、审计专业问题，中注协的上市公司会计审计问题专家技术援助小组也积极提供技术咨询。

专栏 5.4 注册会计师行业的诚信宣言

2002 年，注册会计师行业不断强化行业自律和诚信建设。年初，立信长江会计师事务所率先倡议全行业严格遵循职业道德基本准则，恪守独立、客观、公正的执业原则；4 月，在四川省注协的组织之下，四川红日、华信等 20 家会计师事务所与资产评估机构，联合向全省 250 多家会计师事务所和 70 多家资产评估机构发出 5 项倡议，提出“诚信为本，操守为重，遵守准则，不做假帐”；6 月，百家会计师事务所代表在北京联合发出了《诚信宣言》倡议，提出了规范执业，勤勉尽责，以应有的职业谨慎态度发表意见等八条倡议；8 月，哈尔滨市 110 家会计师事务所和资产评估事务所负责人在《诚实守信 勤勉尽责》倡议书上签字。一些地方还将执业注册会计师和会计师事务所纳入社会信用体系，建立了社会化的“信用档案”。

如今，诚信建设已被整个会计师行业当成头等大事来抓，更令人欣喜的是，诚信建设不仅被当着一句口号被提出来，绝大多数会计师事务所正在以自己的行动实践着。对于有问题的上市公司，有越来越多的会计师事务所开始说“不”，对其财务报告出具“拒绝表示意见”的审计报告，有的会计师事务所舍利取义，甚至因此而终止了与上市公司的合作。而这一切所带来的是上市公司会计信息水分少了，可信性高了。

资料来源：《证券日报》，2002年11月4日。

外部审计机构发挥治理作用的主要障碍

会计师事务所对中国证券市场发展和防止上市公司信息披露违规起到了很大作用,但总体来看,由于监管和体制缺陷,会计师事务所执业行为独立性不足、注册会计师素质较低、机构规模过小等原因,在公司治理过程中,会计师事务所仍然无法充分发挥其应有的作用。

首先,法规不健全。具体表现在:某些特殊行业会计报表审计的准则还没有制定;现有的审计准则操作性不强,缺乏执业规范指南;缺乏注册会计师职业道德和惩戒方面的具体规定、会计师事务所质量控制具体规定等。正因为如此,注册会计师在执业中缺乏指导,与上市公司的“合谋”造假也不能得到有效抑制。

其次,会计师事务所执业行为缺乏独立性。现阶段,很多上市公司高管本身就是董事会成员,既对公司实施具体的经营管理,又名义上代表股东,主宰着公司重大决策。这就为公司高层因谋取自己的利益而损害广大投资者利益提供了空间。董事会成员与企业高管合二为一,使受托进行审计的审计机构处于十分尴尬的位置,即“委托人”(董事会)委托审计机构对“委托人”(是董事会重要成员的高层管理人员)进行鉴证。审计机构在审计过程中往往迫于“委托人”的压力而作出妥协,造成了审计失败。³

第三,会计师事务所规模普遍偏小,注册会计师队伍素质不高。由于规模偏小和业务收入偏低,不仅正常的审计业务难以规范,而且,由小规模会计师事务所审计大公司,在经济上不可避免地就会对客户产生依赖,致使其难以独立、客观、公正地发表审计意见。注册会计师队伍也偏于老龄化,教育程度偏低,难以适应注册会计师行业的职业特点,无法快速有效地审计错综复杂的经济业务。

第四,会计师事务所体制尚不完善。目前,合伙制的组织形式推行困难;缺少完善的有关合伙制的法律法规环境;经济欠发达地区和小型企业无合适的会计

³ Defond、Wong、Li (2000) 实证研究发现,随着独立审计准则的发布,审计质量不断提高,一些执业标准较严的大会计师事务所的市场份额下降,而执业标准相对较宽松的小会计师事务所的市场份额上升。李东平等(2000)的研究也发现,上市公司变更会计师事务所同前一年度“不清洁”审计意见成正相关关系,也就是说,如果注册会计师出具了非标准无保留审计意见,这家会计师事务所在后一审计年度很可能丧失该客户的审计业务。

师事务所来提供高质量的服务。

中国投资银行的发展和存在的问题

上世纪九十年代中期以来，中国投资银行业迅速发展。目前，从事投资银行业务的机构主要是证券公司、信托公司和专业投资顾问机构。其中，股票的承销业务主要由证券公司承担。截止到 2002 年 12 月，在全国 124 家证券公司中，有 60 家具有股票承销业务资格，50 家具有主承销业务资格，另外，4 家国有资产管理公司也有其所收购资产范围内的承销业务资格。从业务类型上看，传统型业务（证券承销、自营和经纪业务）比重过大，而创新型业务（企业并购、重组等策略性服务）和延伸型业务（资产管理、投资咨询和金融衍生工具的创新和交易）比较少或基本上没有开展。

诚信不足是当前投资银行在股票承销中的突出问题。在公司上市申请的过程中，包括上市前的辅导、上市相关材料的准备以及最后上市发行，担任主承销商的证券公司担负着总策划、总负责、总把关的作用。根据中国证监会规定，股票承销前的尽职调查主要由主承销商来担任，主承销商应当对本次发行募股的招股说明书中将要披露的全部内容进行全面审查才能对发行人的经营条件和经营前景做出客观评价。然而，在自身盈利的驱动下，证券公司往往迎合拟上市公司的要求，放松监督，给予其很高的企业评级，甚至参与财务造假。此外，拟上市公司新股发行以及上市公司配股目前均实行主承销商包销制，发不出去的股票由主承销商全部买下，这也为主承销商迎合公司经营管理者对公司进行财务“包装”的要求提供了激励。因此，投资银行在上市公司治理中没有发挥其应有的作用。

经理市场与选聘机制

企业经理人是指直接对企业的经营效果负责的高级经营管理人员。经理人的素质、经营能力和个人追求将会直接影响到企业的经营绩效，全面地影响到整个企业的生存和发展前景。经理市场是一种从外部监督公司管理层的重要机制。对于上市公司的管理层来说，经理市场上职业经理人的供需情况，经理市场的完善

与否，直接关系到其被替代或后继者选择的可能性。

经理市场主要从以下两个方面对经营者产生约束作用：一是经理市场本身是企业选择经营者的重要来源，在经营不善时，现任经营者就存在被替换的可能性。这种来自于外部乃至企业内部潜在经营者的竞争将会迫使现任经营者努力工作。二是市场的信号显示和传递机制会把企业的业绩与经营者的人力资本价值对应起来，促使经营者为提升自己的人力资本价值而全力以赴地改善公司业绩。因此，成熟经理市场的存在，能有效促使经理人勤勉工作，激励经理人不断创新，注重为公司创造价值。

国有企业管理层的选聘机制

由于中国证券市场产生和发展于计划经济向市场经济转轨过程，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。这会带来两个问题：一是行政官员与企业经营者这两种角色所需的知识结构是不同的。政策把握和法规知识是对行政官员所具备的素质的要求，而创新能力和善于捕捉市场机会，并把这种机会化为赢利，则是企业家的基本要素，行政官员往往并不是合格的企业家；二是在存在广泛的政府干预和行政性资源配置的情况下，相对于市场力量和公司内部管理而言，外部行政力量对公司经营者的职业生涯和事业发展常常具有更大的影响力，这直接导致经营者未将主要精力放在提升公司运作质量和治理水准上。

民营企业管理层的选聘机制

截至 2002 年 4 月 30 日，在上海、深圳两地上市的民营企业有 128 家⁴，其中上海 57 家，深圳 71 家，占同期中国境内上市公司总数的 10.67%。民营企业往往具有家族企业的色彩，基本特点在于其所有权或控制权归属一个或数个家庭或家

⁴界定是否为民营上市公司的标准是以该上市公司第一大股东是否为民营企业。

族所有，而且能够将所有权或控制权合法传于后代。由于特殊的文化背景，中国家族企业比起西方国家的家族企业对血缘关系要重视得多。这一点反映在企业高级经理人员的选拔上，依据的标准主要也是是否为家族成员或与企业创始者的家族保持最紧密的私人关系。

经理市场对管理层的约束很小

根据上海证券交易所研究中心对 250 家上市公司所作的问卷调查（1999），从上市公司管理层的来源来看，79.1%的样本公司总经理是企业内提拔上来的，绝大部分公司的副总经理也是企业内提拔上来的。可见，上市公司的高层管理人员（包括总经理和副总经理）基本上来源于被改造的原企业（基本上是国有企业），而来自其他法人股东或从外部招聘的情况比较少见。调查还显示，对管理层而言，只有 4.5%的人感到经理市场是最主要的外部约束因素（见表 5.6）。

表 5.6
公司的外部约束力量

最主要的因素	百分比
产品市场（消费者）	79.1
股票市场（流通股持有人）	4.8
争取贷款（银行）	2.7
关键设备和原材料供应商	1.3
劳动市场（吸引并留住关键人才和优秀员工）	4.0
企业家市场（董事和经理的职业声誉和个人前途）	4.5
新闻媒体	0.3
消费者	3.3
回答总计	100.0

资料来源：上海证券交易所研究中心调查报告，1999

总体来看，目前中国上市公司管理层的产生和激励是非市场化的，经理市场没有得到有效的发展，甚至还没有形成一个富有进取心、具备高素质的经理阶层。经理市场没有在公司治理中发挥显著作用。

专栏 5.5

猎头公司的发展有望催生有流动性的经理人市场

随着中国市场经济的发展和人事制度改革的深入，“猎头”公司在中国开始成为一种十分流行的人才招聘方式，尤其是“高级人才”方面。“猎头”进入中国也就是最近十年左右的时间，随着中国的改革开放以及大批外资企业的涌入，中国猎头行业也随之萌芽，进入快速发展阶段。尤其是随着中国将加入世贸组织，整个经济环境正变得越来越具有竞争性，人力资源作为企业中最活跃的部分，成为企业进一步发展的决定性力量。猎头服务的出现，促成社会经济体制中人力资源的流动和合理配置，成为企业求取高级人才和高级人才流动的重要渠道并逐渐开始形成了一种产业。

目前国内各大城市出现数以百计的猎头公司，在上海已超过 300 家，而在广州、深圳也分别有近 150 家和 80 家。调查显示，进入中国市场的外资企业中，超过 80% 的企业都使用过猎头公司提供的人力资源服务。这些优秀公司为了尽快适应市场需要，一般都会寻求专业的猎头公司为其提供适合企业的人才。正由于这种超值和专业的服务，无论是从人员质量及招聘成本上均被许多企业所认可，已正成为一种趋势。随着猎头公司的发展和运作的进一步成熟规范，有望催生中国职业经理人市场，从而有助于建立企业家队伍产生的市场化机制，对中国上市公司的治理产生积极作用。

资料来源：根据相关媒体报道整理

建立有效的外部治理机制

为了健全中国公司治理外部机制，未来应在以下几个方面作出进一步的努力：

健全债权人治理机制。应硬化债权约束，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。

发挥机构投资者在公司治理中的积极作用。要改变我国机构投资者在公司治理中尚未发挥有效外部监督作用的局面，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。

积极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。

促进经理人市场的迅速发展。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。