

# 关于中国上市公司治理机制的再思考

黄义志

早在 20 世纪 80 年代中期,我国经济理论界就已将公司治理结构的概念框架引入到对国有企业改革的理论分析之中。时至今日,已有越来越多的经验证据突出表明,这种努力的成效并不明显,有时甚至成为违法乱纪行为的“保护伞”或“遮羞布”。我们认为,之所以会陷入目前的尴尬局面,主要在于未能从根本上理解究竟是什么思想认识逻辑在支配着构建中国上市公司尤其是国有企业公司治理结构的实践。因此,我们有必要对“国外的经验、中国的实践”式的观点进行深刻反思。构建有中国特色的公司法人治理结构的努力,除了国际化接轨外,还必须认真面对一个本土化的问题。

## 一、中外上市公司治理机制的比较

公司治理机制是一整套赖以指导、监管和控制公司运作的制度和办法。良好的公司治理机制,是按照所有者和各利害相关者的最佳利益运用公司资产的保证,是实现公司价值最大化这一公司目标的前提,是投资者进行投资决策的重要依据。不同国家的公司治理模式,是不同国家特有历史条件下各种因素彼此作用、长期演化的结果。以公司治理的核心——所有权和控制权的表现形式为参照基准,各国的公司治理机制可以划分为四种主要类型(如表 1 所示)。中国上市

公司的股权结构具有自己的特色,其特点是:一方面,股权高度集中于国家手中,同时目前国有资产投资主体不明确,很多公司的国有股仍然由政府主管部门持有,政府的行政权与所有权合一,政府对公司的行政干预很多,这种非市场化的行为已被证明只能导致企业(公司)经营的低效率甚至无效率。另一方面,由于国家作为所有者缺乏具体的人格化代表,公司的控制权可能旁落于内部人即管理者手中,公司的经营目标不是股东价值最大化而成为经理层利益最大化,其结果必然造成一种普遍现象——管理层集体贪污腐化,发展下去将可能使公司惨遭淘汰出局。此外,由于流通股投资者的比例较小,且比较分散,使得流通股股东普遍对公司的经营管理状况漠不关心,从而中小投资者只能采取“以脚投票”的方式表达对公司经营管理的不信任,没有形成对公司权利的相互约束、相互牵制机制,最终造成公司的董事会被大股东和经营管理层操纵,其决策也总是以大股东利益放在首位,侵犯小股东权益的现象比较普遍。

通过中外比较,我们可以进一步看出,中国现阶段的治理机制模式比较特殊,掺杂着世界各国公司治理机制各类型的某些特点。

表 1 世界各国的公司治理机制的四种主要类型

项目	市场导向型模式	银行导向模式	家族控制模式	转轨经济模式	中国现阶段的特殊模式
实行国别	英国、美国等	日本、德国等	大部分东亚和拉美国家	前苏联和中东欧等转轨经济国家	中国
特点	所有权较为分散,分散的股东不能有效地监控管理者的行为,即所谓“弱所有者(股东),强管理者(内部人)”	股权较为集中,银行在融资和公司治理方面发挥着巨大的作用;企业需协调银行等诸多利益相关者的关系	公司治理的核心为控股股东、经理层和广大中小股东之间的利益冲突,即“强家族大股东、经理层,弱中小股东”	公司治理的最大问题是内部人控制,即经理层利用计划经济解体后留下的所有者缺位的真空对企业实行强有力的控制,在某种程度上成为实际的企业所有者	国有股比例过高,流通股的比例小,且比较分散;公司治理的最大问题就是国有资产投资主体不明确,使得流通股股东普遍对公司的经营管理漠不关心,没有形成有效的公司权利相互约束、相互牵制的机制
优点	有利于培育活跃的商业创新机制,加速生产要素的积聚和配置,并使管理层能追求较为单一的盈利目标	大股东数目少避免了集体行为问题(小股东对公司管理不关心),使股东对管理者的控制较容易	大股东一般普遍地较为积极参与公司的经营管理和投资决策,有利于管理者与所有者沟通协调	适应了较为混乱的法律体系和,有利于管理者在特殊时期开展并控制公司的经营活动	便于政府对公司的行政干预,这种非市场化的行为利于政府按照长官意志提高企业的经营效率
缺点	对管理层监督失控;易导致管理层只重视短期盈利;用资本市场购并来解决代理问题的代价过高	使管理者更易在分散的目标下获取私利;由于购并不活跃,某些不易通过直接监管加以纠正的管理失误和低效得以长期存在	公司股权集中在家族手中,上市公司是这些家族谋取利益的工具,公司日常经营多多少少都带有某些家族色彩,运作较不规范	管理者角色错位,损害了所有者的利益	公司的董事会被大股东和经营管理层操纵,其决策也总是以大股东利益放在首位,侵犯小股东权益的现象比较普遍

## 二、中国上市公司治理模式的主要问题

截至 2001 年 8 月 30 日,我国境内上市公司已达 1151 家,市价总值达 48054.63 亿元,流通市值达 15937.65 亿元,融资额达 4366.88 亿元,上市公司治理也经历了不断完善、不断规范的发展过程。但是,目前中国经济尚处于由计划向市场的转轨过程中,上市公司大部分是由国有企业改制而来,而中国证券市场还是一个新兴市场,这些都决定了中国上市公司治理机制的健全和完善还是刚刚起步,上市公司治理机制中还有着不少问题。

### (一) 股权结构

我国绝大部分上市公司由国有企业改制而成,我们的研究样本是截止到 2001 年 9 月 20 日全部板块所有上市公司(资料来源:巨灵证券信息系统),共计 1341 家(情况如表 2 所示),目前尚未上市流通的国家股比重平均达 37.09%[其中轻工机械(600605)高达 88.58%],不能流通的法人股平均占 14.63%[其中天津汽车(0927)高达 84.96%],两者合计占到 51.72%,与此相对应,社会流通股平均占 48.28%左右,而且分布分散,机构投资者比重较小。这种具有现阶段中国特色的股权结构的缺陷是显而易见的。股权结构不合理,非流通的国有股、法人股所占比重太高,股权过分集中,可以说是现阶段中国上市公司治理机制的最大弊端。

表 2 现阶段中国上市公司股权结构的分布

X 取值区间	处于相应区间的上市公司数(X=国有股/总股本)		处于相应区间的上市公司数(X=法人股/总股本)		处于相应区间的上市公司数(X=(国有股+法人股)/总股本)	
	绝对值(家)	占样本总数(%)	绝对值(家)	占样本总数(%)	绝对值(家)	占样本总数(%)
0	462	34.45	408	30.43	22	1.64
0 < X < 0.5	455	33.93	639	47.65	536	39.97
0.5 < X < 0.7	293	21.85	189	14.09	555	41.39
0.7 < X < 1	83	6.19	57	4.25	180	13.42
小计	1 293	96.42	1 293	96.42	1 293	96.42
总计	1 341	100.00	1 341	100.00	1 341	100.00

### (二) 公司组织结构

目前我国上市公司均按照公司法及交易所上市规则的要求,建立了股东大会、董事会、经理层、监事会各司其职、互相制衡的组织结构。我国政府招兵买马,还努力设立了党委、纪委、独立董事和特派稽查员等等,出尽招数,但是形式上的完善并不代表实质上的有效,目前比较突出的问题有两个:

1. 董事会独立性不强。现行的公司治理结构主要有两种模式,即控股股东模式和关键人模式。控股股东模式即控股股东利用自己拥有的控股地位,推荐自己的代表出任董事,在董事会里形成多数,从而把持董事会,使得公司经营决策都按照自己的意志进行;关键人模式通常为公司的最高级管理人员大权独揽,且常常集控制权、执行权和监督权于一身,公司内部的一般员工(包括其他内部董事)和数量很少的外部独立董事,在公司治理过程中发挥的作用很小。这两种模式的共同特点就是公司的决策、权力中心——董事会的独立性受到干扰。虽然一些董事成员是由大股东或其他股东提名,但成为董事必须获得股东大会通过,也就是说董事是由全体股东任命的,因此,董事及董事会的职责就是追求股东

价值最大化,对全体股东负责。而现在中国几乎所有上市公司的董事都把向提名自己的股东负责看成天经地义的事,他们以追求个别股东的单独利益为全部目的,这样做的结果只能使董事会的控制决策的正确性大打折扣,而公司的总体利益和长远利益得不到保障。

2. 监事会作用有限。根据《公司法》的规定,我国公司里的监事会与董事会同属于股东大会之下的两个执行机构,监事会具有与董事会平行的地位。但由于董事会具有决策权利,董事长是公司的法人代表,这就使得仅具有部分监督权的监事会实际上成为董事会之下的一个机构。加上我国的监事会主要由公司职工或股东代表组成,他们在行政关系上受制于董事会或兼任公司管理层的董事,而且监事会无权任免董事会或经理班子的成员,无权参与和否决董事会与经理班子的决策,这种状况导致即使董事会有违法违规行为,监事也不敢监督,监督作用难以发挥。即便设立外部监事的,比如聘请教授、社会知名人士、专家和学者等兼任外部监事的,实际上更多的只是充当顾问,他们在监督董事会的过程中由于各种因素约束经常显得力不从心,难以真正提高监事会的工作效率和水平。近年来,我国上市公司中违法违规现象屡见不鲜,监事会监督不力,负有不可推卸的责任。

### (三) 激励机制

建立一套激励机制,最主要的是为了减少代理成本的同时使董事、监事及高级管理人员为公司勤勉工作,实现公司利益最大化,这样最终受益的是全体股东。尽管董事、监事、高级管理人员及股东的各个利益群体在公司价值最大化方面存在一致性,但是涉及到利益分配方面则存在相当的差距。

在建立激励机制方面,中国上市公司作了不少有益的探索。例如,根据经营绩效安排管理层的薪酬,有的公司实行了年薪制,有的实行了股票期权制。但总体来看,实行激励机制水平参差不齐(如表 3 所示),有效地实行激励机制的上市公司数目较少,而且由于国有企业一些僵化的体制规定,某些激励机制如股票期权等就难以实行到位。因此,我国上市公司的激励机制有待进一步完善。

表 3 2001 年 9 月 21 日 467 家中国上市公司董事长持股市值排行榜摘录

名次	姓名	公司名称	代码	持股数	收盘(0921)	市值(0921)(万元)
1	王淑贤	帝贤 B	2160	85 100000	6.63	59 851.7150
2	潘广通	天通股份	600330	16 880000	31.70	53 509.6000
466	马志平	扬子石化	0866	1 395	4.77	0.6654
467	代志军	ST 黄河科	600831	250	20.45	0.5113

资料来源:中国证券网。统计数据来源于沪深两市上市公司 2000 年报所披露高级管理人员中董事长姓名及持股数。

### (四) 外部监督机制

#### 1. 控制权市场

控制权市场主要是指通过收购兼并、资产重组等方式获取公司控制权,从而实施对公司的资产重组或董事会、经理层的改组变换,它是一个重要的外部激励和约束因素。控制权市场形成是对公司高级管理层一个强大的外部压力,如果他们不勤勉工作,有可能导致公司业绩大幅下降,反映在股票市场上就是公司股票的大幅回落,低廉的股价容易引起外

部有实力集团的注意,通过在股票市场上购买公司股票甚至发出要约收购得到公司控制权,从而原公司的董事、经理职位难保。在成熟的市场经济国家,控制权的争夺在股票市场上是一个非常正常的现象,而我国控制权市场的发展相对滞后,其主要原因就是股权结构不合理、透明度较差等。

## 2. 经理市场

经理市场是另一个从外部监督公司的重要机制。目前在英、美等经济发达国家都有较为成熟的经理市场,这样一个市场的存在能促使公司经理勤勉工作,注重为公司创造价值,因为只有这样才能保住经理的位子,在经理人市场才会有良好的声誉,否则,有可能被董事会罢免,影响其职业前途。而我国的经理市场还较落后,甚至没有形成一个富有进取心、具备高素质的经理阶层。如果我们应用博弈论来解释,那么经济转轨时期的国有企业经理与行政组织之间实际上存在着重复博弈,这使行政组织成为强激励主体。这种强激励主体设计的强激励是通过企业业绩与经理职位变动联系,围绕着晋升、提拔等人事安排而形成的一项非正式的激励规则。而国有企业经理与企业组织之间是一次性博弈,这使企业组织变为一种弱激励主体。这种弱激励的制度特征不仅表现为现阶段企业缺乏股权、期权等长期激励的制度安排,更重要的是,企业组织设计和制定激励规则的权力是不完整的。不仅经理选择权没有掌握在企业组织手里,而且企业所设计的各项激励规则也是在经理无条件地服从行政组织的人事安排前提下发生作用的,行政组织任命和更换国有企业经理的不确定性,企业难以按照合约期限实施股权、期权等长期激励计划就是这种前提限制的结果。在这种情况下,我们有的上市公司有时候选拔经理不是看他的管理和协调能力,而是看他与某些关键人的关系如何就不足为怪。

结果我们经常看到,经理首先用主要精力与投入对行政组织制定的各项激励规则作出反应,然后再考虑如何应对企业制定的激励规则。行政组织的激励规则是,一旦通过经理的不懈努力使企业绩效明显改善,经理就可能因提拔而很快地调离企业,那么,经理对这种激励制度的反应就是把“努力实现晋升,然后退出企业”作为最优选择。如果没有较快地得到晋升,那么,经理才会作出次优策略,努力寻求企业组织所带来的各种利益。因此,行政组织作为强激励主体,必然会弱化企业组织对经理的激励性,这就是我国的国有企业经理在长期关系中出现短期行为的原因所在。我国人事制度改革的相对滞后,而且经理一般都是从公司内部进行选拔,外面的人很难进入公司管理高层,这也是我国经理人市场发展滞后的重大原因。这种状况导致我国上市公司的经理层素质普遍不高,难以形成真正的经理人市场。

## 3. 缺乏董事问责机制

在现实中,由于缺乏良好的问责机制,单个董事在观念和行动上往往更多的是代表和追求本身(作为单个人或代表特定的利益群体)利益,而不是代表整个公司的利益和追求公司价值最大化,不能对全体股东出色地履行诚信责任和勤勉尽责。在关键人模式或控股股东模式下,整个公司的运作为单个人或单个股东所控制,股东大会、董事会、监事会的职责分工不明,往往成为橡皮图章,形同虚设。尤其是公司董事会的运作通常为关键人或控股股东所控制,而不是以集体决策为基础。在公司信息披露过程中,常常出现明显的利

润操纵和股权市场的内幕交易等等违法乱纪现象就不足为怪。银广夏大量伪造和捏造涉及巨额出口款项的各种程序及单据,不仅仅是一个披露不实的问题,准确地说,是恶意欺诈。缺乏董事问责机制,导致了众多上市公司经营运作的低效率,这也是我国上市公司亏损面越来越大的一个原因(如表4)。

表4 近年来上市公司经营运作效率与公司亏损关联分析

比较项目 板块类型	上市公司 合计家数(家)	存货 周转率 (%)	固定资产 周转率 (%)	总资产 周转率 (%)	主营业 务利润 比重 (%)	主营 利润率 (%)
1997年中 净亏损板块	42	839.25	6006	15.31	-247.13	10.88
1998年中 净亏损板块	87	271.08	75.45	13.05	-122.71	5.82
1999年中 净亏损板块	111	164.79	61.46	12.58	-152.52	-71.68
2000年中 净亏损板块	134	168.31	67.83	15.94	-184.28	11.26
2001年中 净亏损板块	112	542.09	56.45	15.25	-172.48	11.98

## 4. 新闻舆论监督和社会公众监督较弱

现实中,新闻舆论和社会公众在监督过程中常常处于弱势地位,这种弱势地位不利于发挥新闻舆论和社会公众应有的监督作用。此外,我们现行法律在保护广大中小投资者利益方面存在一些缺陷甚至障碍,如何证明股东损失与公司虚假披露有必然联系,这已是长期困扰股民索赔的“瓶颈”。目前尚无切实有效的解决途径。

## 三、改善中国上市公司治理机制的对策

中国加入世界贸易组织后,上市公司治理机制健全与否,是决定中国能否成功地发展具有国际竞争力的现代企业部门以迎接经济全球化挑战的基本因素之一。中国上市公司治理模式的发展,面临着众多以现阶段国情为基础的制约因素。我们认为,目前可以考虑从以下几个方面着手,探索有中国特色的比较科学有效的公司治理机制。

### (一) 在股权结构方面

放眼世界,立足国情,我们必须降低国有股权比重,实现战略性的“国退民进”。建立一种有中国特色的股权多元化、分散化、动态化而又有效的机制。不管什么样的股权机制,只要有利于提升我国上市公司的核心竞争力就是好机制。

1. 国有股场外协议转让与非国有股东。这种方式是在二级市场之外进行的,受让方可以是股份制经济、民营经济和外资经济等。这种方式在盘活国有资产、优化资源配置的同时,进一步改善了股权结构,又不会对二级市场造成重大的冲击,成功的重组更会给企业带来生机与活力。

2. 增发社会公众股,相对降低国有股比重。在我国,上市公司增发新股不仅是一种再融资的手段,而且还有调整股权结构的功效,特别是大比例增发新股,将大幅提高社会公众股比重,相应降低国有股比重。目前最为紧迫的就是探索一种适应现阶段国情的良好方式在适度增发社会公众股的同时避免股市泡沫化。

3. 国有股配售。国有股配售的原则既可以是控股(以相对控股为主),也可以只参不控,甚至可以全部退出。这样对于国有资产的流通及保值增值,对改善股权结构和企业的治

理结构都有一定的好处。

## (二) 增强董事会的功能

1. 切实有效地增强董事会的独立性和有效性。中国 10 多年来股市中多次大起大落,每次都留下了庄家造市砸市的痕迹。现阶段在中国增强上市公司的董事会的独立性尤其显得特别有意义。董事会的选举若采用累计投票制,那么可以使相对控股股东难以把持董事会,董事会组成上更能代表大多数股东的利益,特别是允许一些机构和个人向流通股股东征集代理投票权,将使中小股东的权益得到一定程度的保障。公司的独立董事应占有一定的比例,同时独立董事的主体理应多元化又不失活力。一种可以值得考虑的办法是尽快修改《公司法》,增加有关设立独立非执行董事的条款,完善监督体制。综观国内外先进经验,独立董事至少应满足以下三个要求:应来自公司外部,在法律上和经济上代表和保护广大中小股东的利益;不应是单纯的技术专家,而应该通晓法律和经济管理知识;不应参与公司日常的生产经营活动,站在独立角度执行董事的所作所为,形成执行和非执行、内部和外部的有效制约。这样当公司决策面临内部人控制或同控股股东之间存在利益冲突时,独立董事可以作出自己的公正判断,而由于独立董事具有的超然地位,其建议一般会得到重视,这些都有利于增强董事会的独立性和有效性。

2. 采取多样化的方式建立董事问责机制。为了保证董事会决策的科学性和效率,保证董事以诚信、勤勉的态度履行职责,维护股东的整体利益,建立董事问责机制不失为一种好方法。可以让监事会来执行董事问责制,也可以探索其他一些有益的方式,比如占到一定比例的广大中小股东联合起来,集体诉诸董事会,其也应履行董事问责相关的义务。当董事发生重大或持续失职时,董事问责机制及时将不称职的董事清除出董事会。

## (三) 培育经理人市场

一个规范运作的经理人市场是科学的选聘机制建立并发挥作用的前提。根据上述分析,我们认为,在重新设计国有企业经理的激励规则中,不是简单地通过企业实施股权、期权等长期激励计划,就可以使国有企业组织的激励强度超过行政组织的激励强度,关键在于对两个组织的激励权力与资源进行重新安排。经理的选择机制不仅决定着经理的其他激励制度,而且它本身也是一种强有力的激励制度。由行政组织设计经理的选择机制,而由企业组织设计经理的其他收益激励,这种分离导致了行政组织与企业组织的激励资源不完整。在行政组织既没有能力也没有激励按照商业标准对经理作出正确的选择决策条件下,只有把经理选择权转移给企业组织,使企业能够对经理选择和收益激励进行完整的设计和实施,才能从根本上改变企业组织处于弱激励主体的地位。也只有这样,我们在激励方式上才能突破国有企业收入分配的限制,更多地借鉴欧美发达国家良好的激励机制,给予管理者股票或股票期权,使管理者的薪酬与公司业绩和股票市场挂钩;而对于那些经营管理水平差的经理,董事会能够果断地采取解聘的措施。在这种强大的外部压力和激励机制面前,经理人员除了要做好经营管理工作、全面完成董事会制定的目标外,别无选择。

## (四) 完善监督机制

1. 审时度势地设立主要由独立董事组成的审计委员会、

提名委员会。审计委员会主要检查公司会计政策、财务状况和内部控制结构及内部审计功能,全面掌握公司的经营状况,从而为公司的正确决策提供建设性意见;而提名委员会对董事会规模和构成向董事会提出建议,向董事会提名董事和公司高级管理人员的候选人。这样将能使公司的决策机制、选聘机制更加公正、科学和透明。

2. 切实强化监事会的各种监督职能,使监事会真正地起到监督作用。应给予监事会一定的实质性权力,譬如董事会的重大决策都必须得到监事会的通过,赋予监事会对董事、经理的解聘建议权。实行监事问责制,监事因未尽法定义务而给公司带来损失的应承担相应的责任。监事会成员构成除股东代表和职工代表外,可以设立外部监事,而外部监事的主体选择除了要考虑相关专业背景知识、社会阅历和社会地位之外,还要考虑其能否切实有效地履行监督职责。

3. 应借鉴日德模式,发挥银行等债权人的监督作用。在实现股权结构多元化同时,应加强银行在公司治理结构中的作用。法玛等人的研究表明,由于银行在经济控制与监督中具有净成本优势和实施经济控制的信息成本优势,让银行介入公司治理有利于发挥监督和控制作用,有助于克服众多股票持有者“用脚投票”造成的控制权虚置和普遍存在的代理问题与“内部人”控制问题,银行对债权人的经济控制是银行的实质性职能。从我国的现阶段情况来看,我们认为要加强银行在公司治理结构中的作用,允许银行对公司适当持股,让银行直接介入公司治理结构,控制内部人控制。这与债转股持股有本质区别。要发挥银行的作用,这涉及到银行系统的改革。通过改革银行的产权制度,解决银行人格化所有者缺位问题,才能保证银行在公司治理结构上起到积极作用,有足够的激励去对公司中银行的债权与股权风险负责,也有足够的激励去选择好的经理和好的投资项目发放贷款。

4. 进一步发挥证券市场在公司治理中的作用。证券市场在企业收购兼并、资产重组等方面起着极其重要的作用,而收购兼并是促进公司完善治理机制的外部动因,因此,充分发挥证券市场的作用,以市场为导向改善公司治理有着积极的意义。此外,大力发展资本市场的机构投资者,发挥他们在公司治理中的作用也不失为一种好方法。

5. 进一步完善与切实执行相关法制,切实保护在陷阱最下面的众多中小投资者。现阶段尤其应尽快在如何保护投资者利益上完善并实施具有实质性的办法和措施,如超前的市场监管、中介机构的审核把关、上市公司说明书、民事赔偿制度,等等。

6. 借鉴西方国家的先进经验,进一步强化新闻舆论监督和社会公众监督。

总之,完善我国上市公司的治理机制是一个系统工程,涉及到方方面面,不能一蹴而就,更不能脱离国情,盲目照搬他国经验。现代公司治理机制是一种基于效率原则的、关于企业组织内外各要素贡献者之间的责任、权力、风险与利益相互匹配的制度安排。显然,作为一种制度安排的公司治理机制与作为经济组织形式的企业发展演变有着密切关联。

(作者单位:海通证券研究所 上海 200021)

(责任编辑:J)