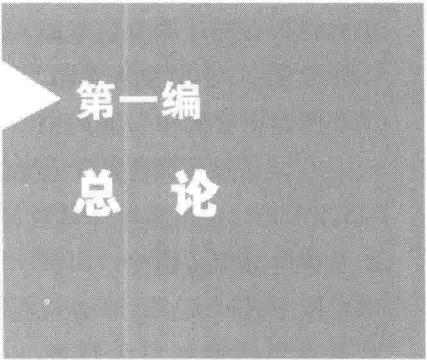


中国公司治理分类
指数报告No.15
(2016)

Report on China
Classified Corporate
Governance Index
No.15 (2016)



2016年,“十三五”的开局之年,《中国公司治理分类指数报告 No. 15(2016)》以新的面目问世了。所谓“新的面目”,就是把原来按“类”单独出版的公司治理指数报告整合到一个报告中,“类”没有变,但报告整体化了,同年度的指数数据全面化了。

自2007年开始开发,这项研究已经历经10个年头。截至本年度(2016),我们的公司治理研究创造了四个全国之最佳的成绩:一是出版公司治理指数报告种类最多,有6类;二是出版公司治理指数报告数量最多,有15部(包括本书);三是列入国家重点图书的公司治理指数报告最多,“十二五”期间的12部报告,全部被列入“十二五”国家重点图书;四是建成了全国最大规模的、专业性的“中国公司治理分类指数数据库”。也由此,“中国公司治理分类指数报告系列”被国内外专家认为是“可以列入公司治理评级史册的重要研究成果”。

已出版的中国公司治理指数报告包括:中国上市公司高管薪酬指数报告(2009/2011/2013)、中国上市公司(自愿性)信息披露指数报告(2010/2012/2014)、中国上市公司财务治理指数报告(2011/2013/2015)、中国上市公司企业家能力指数报告(2012/2014)、中国上市公司董事会治理指数报告(2013/2015)、中国上市公司中小投资者权益保护指数报告(2015)。这些公司治理指数报告都是按“类”出版的,每类指数报告不仅有大量的指数数据分析,更有对指数数据的各种有效性检验,而后者证明了指数的客观性和可靠性。

多年来对指数数据的有效性检验已无须重复,更加之研究资源条件(主要是研究力量)和环境所限,使得之前按“类”出版公司治理指数报告已变得非常困难。更重要的是,作为一项探索性研究,每类隔年开发和出版一次,指数数据缺乏年度连贯性,不能完全建立起连续和平衡的面板数据,而社会对我们的指数数据的需求越来越大。于是,从本年度开始,我们在过去9年开展中国上市公司治理水平评价成功经验的基础上,集中研究资源,同时开发6类公司治理指数,以对中国公司治理水平进行多维度、全景式评价,帮助使用者从不同维度了解中国公司治理,尤其便于为研究人员、政府和企业提供时间序列的大数据支持,有人还建议我们基于不同方式尝试在6类指数基础上构造一个综合的公司治理指数(我们不太赞同这样做,原因见下文叙述),以了解上市公司的整体治理水平。

基于这种考虑,我们把过去的6类独立的指数报告合并,每年的指数报告只出版一部,

这部公司治理指数报告同时涵盖6类指数。6类指数报告的合并,无疑使报告的规模大幅扩张,为此,就只能撤下部分内容,包括已无多少必要的指数数据有效性检验、每年度的文献综述(因每年增加的指数研究文献并不多),以及全部的6类指数排名。但其实6类指数排名并非撤下,而是以光盘形式附在报告后。由于光盘容量较大,6类指数排名除了原来的总体排名外,还增加了分行业排名。对于其中的高管薪酬指数,还增加了高管薪酬绝对值排名。

一、为什么公司治理评价要分类

公司治理研究属于多学科研究领域,包括经济学(主要是新制度经济学、微观金融学)、工商管理(主要是战略管理学、财务学)、法学(主要是民商法学、诉讼法学)、政治学(主要是政府监管)、社会学(主要是社会责任)等。在公司治理评价研究上,不同学科的研究者往往侧重点不同,如法学家侧重从国家层面来研究各国的公司治理相关法规是否健全和到位。法学家对公司治理的评价很难从微观的企业层面来研究,因为立法和执法都是国家层面的问题,不是企业所能左右的。经济学家和管理学家对公司治理评价的研究则主要着眼于微观的企业层面,但是,在如何评价公司治理上,却存在着分歧。有的学者侧重公司治理整体的评价,有的学者则侧重公司治理不同方面或类型的评价。

公司治理涉及投资者(股东)、董事会、监事会、经理层、财务治理、信息披露、利益相关者(或社会责任)、政府监管等许多方面,显然,要从整体上精准严格地评价一个企业的公司治理水平,几乎是不可能的事情,即使做到了,也是不全面的。一方面,公司治理涉及面广泛,在评价中不可能考虑到所有方面。另一方面,也是更重要的,公司治理的不同方面,或者不同维度,没有清晰的界限,不同方面往往存在着交叉。比如,投资者权益保护(有学者称之为股东治理)不可能不涉及董事会,因为董事会是投资者的代理人;也不能不涉及财务治理,因为股东是重要的财务主体,其与其他财务主体存在财权配置问题;也不能不涉及信息披露,因为股东的一项重要权利就是知情权。再比如,董事会治理不能不涉及股东治理,因为董事是股东选举产生的,董事会的构成取决于股东不同的投票方式;也不能不涉及经理层,因为总经理(CEO)是董事会选聘的,其贡献是由董事会评估的,与贡献对应的报酬是由董事会决定的;也不能不涉及信息披露,因为独立董事是外在于企业的,需要充分的信息才能进行科学决策和对经理层进行有效监督。还比如,利益相关者涉及股东、董事、高管、员工、债权人、供应商、客户、社会居民(尤其是周边居民)等众多群体,他们与企业都有密切的关系,有的还贡献了专用性投资,评价利益相关者治理水平显然与股东治理、董事会治理、财务治理、社会责任等都有交叉。如此等等,不一而足。界限不能分清,如何把这些方面或维度进行整合,一些指标到底应该放在哪个维度中,难以有一致的意见。

顺便提一点,有学者提出“经理层治理”这个概念,我们认为这个概念是不成立的。经理层可以参与治理,如进入董事会,但进入董事会的经理人员不能很多,英美发达国家一般是

1~2名,否则,董事会对经理层的监督就失去了意义,董事会就不能独立了。反过来,董事会也不能为了独立性而拒绝任何经理人员(尤其是总经理)进入,因为经理人员是走在市场最前沿的一群人,他们最了解市场,最了解竞争对手,最了解行业发展态势,因此,董事会的战略决策离不开经理人员,经理人员是战略决策的起草者,只不过不是战略决策的最终决定者,最终决定权掌握在董事会手中。由此,1~2名经理人员进入董事会足矣。经理人员是董事会战略决策的执行人,尽管拥有独立的日常经营决策权,但需要董事会的监督(不是干预)和指导。可见,总体上,经理人员属于被治理者。在公司治理结构中,治理主体主要是股东和董事会,不是经理层,经理层是治理的客体,因此,不存在“经理层治理”的概念。

既然难以从整体上评价公司治理水平,分类评价就是必要的了。近年来,有学者专注于评价公司治理的某个方面,其中,对董事会治理水平、信息披露水平进行评价的相对较多,也有对社会责任进行评价的,但由于对社会责任界定争议太大,因此,社会责任评价难以做到客观。自2007年起,我们开始对公司治理进行分类评价,在国内最早使用“中国公司治理分类指数”的概念。最初,我们设计了8类公司治理指数,包括投资者权益保护、董事会治理、企业家能力、财务治理、信息披露、高管薪酬、社会责任、政府监管。由于各方面限制,没有一次性研制,而是隔年研制一个“新类”,同时继续评估已开发的“旧类”。至2015年,我们研制完成前6类,出版了14部公司治理指数报告。

分类评价公司治理水平,不需要严格分清不同类型之间的界限(因为这种严格的界限是不存在的),而是允许不同公司治理方面评价时的部分指标(只是少部分)的交叉(这种交叉是必须的,原因在于公司治理的不同方面本身就有交叉),这一点在整体评价时是难以做到的。由于允许少部分指标的交叉,从而分类评价对某一个方面来说,指标更全面,评价结果也更客观,这一点对于整体评价来说同样也是做不到的,因为指标过多就会出现不同方面的重复,而作为一个整体是不允许有重复指标的。更重要的是,分类评价可以使监管者、投资者、董事会、经理层等各利益相关者更容易判断公司治理问题到底出在哪里,从而精准给出解决方案,这是公司治理分类评价的最大优点。

二、中小投资者权益保护指数

2015年,我们在国内首次对中国全部上市公司的中小投资者权益保护水平进行了测度,测度结果表明,中国上市公司中小投资者权益保护非常不到位。2016年度是第二次测度。

在我们开发的6类公司治理指数中,按开发时间,中小投资者权益保护指数是最后一类,但本报告却把它列为首位,因为我们认为,中小投资者权益保护在公司治理中应居于核心地位。尽管严格来说,各类投资者权益应该平等得到保护,这是各国法律尤其是市场经济

发达国家的法律都明确规定的,然而现实却是,中小投资者是最容易受到权益侵害的一个群体,尤其是在市场经济不成熟、法律不健全、存在一股独大的国家,中国无疑是在列的。即使是西方市场经济成熟的国家,之所以有专门的保护中小投资者权益的法律规定,也是因为其弱势地位。当然,在英美法系国家,投资者基本上都是“中小”的,甚至都是“小”的。当前,中国国有企业改革如火如荼,国有企业发展混合所有制必须要吸引更多的中小投资者参与,而中小投资者参与国有企业混合所有制改革的最大担忧就是其权益如何得到切实保护;民营企业要发展壮大,同样需要吸引更多的中小投资者的参与,单纯依赖于“一股独大”来实现其增长,无异于缘木求鱼,自断双臂。因此,把中小投资者权益保护置于核心地位,不是要忽视大投资者的权益,而是为了更好地实现各类投资者权益。

何为“中小投资者”?从字面上理解,中小投资者是相对于大投资者(大股东)而言的。但大投资者也是一个相对概念。在一个较小规模企业中的大投资者,置于一个规模很大的企业中,则可能就是中小投资者,甚至是小小投资者。因此,中小投资者只能是限定在一个企业内的相对概念,换言之,中小投资者是指某个企业内相对于大投资者的其他投资者。这里,还有两点需要进一步明晰:

(1) 中小投资者概念应该限定在什么企业内?

无疑,应该是有多个投资者或投资主体多元化的企业,但这样的企业大体有三类:一是合伙制企业,二是有限责任公司,三是股份制公司(包括非上市的股份制公司和上市的股份制公司)。

合伙制企业是指由两人或两人以上按照协议投资,共同经营、共负盈亏的企业。很显然,在合伙制企业里,由于信息共享,且共同经营,企业尽管有多个投资者,但不存在中小投资者保护的问题。尽管也可能有部分投资者不参与经营,从而可能遭受一定风险,但合伙制企业的出资人通常不会太多,而且具有参与经营的法定权力,因此这种风险在法律上是可以避免的。

有限责任公司由 50 个以下的股东出资设立,每个股东以其所认缴的出资额对公司承担有限责任。这类公司筹资规模小,一般适合于中小企业。这类企业不必发布年报,看似存在信息不对称,有些投资者因不参与决策和经营而可能遭受风险,但因投资者人数有限,出资额有限,承担有限责任,而且投资者参与决策和监督的成本低,因此风险总体是可控的。从中小投资者权益保护角度,这类企业似乎也难以纳入考虑范围。

股份制公司是指由 3 人或 3 人以上(即至少 3 人)的利益主体,以集股经营的方式自愿结合的一种企业组织形式。其主要特征是:发行股票,股东众多,所有权分散,风险较大,收益波动性大。尤其是其中的上市公司,由于投资者多而分散,参与决策和监督的成本较高,尽管要求依法公布公司信息,但信息不对称程度仍然很高,代理问题仍然严重,投资风险仍然较大。此时,中小投资者权益保护问题就变得相当突出。

综合三类企业的特点,从中小投资者权益保护角度,最应该针对的是股份制公司,尤其是其中的上市公司。

(2) 与中小投资者相对的大投资者如何界定?

没有大投资者或大股东的界定,就谈不上中小投资者及其权益保护问题。那么,哪个或哪些投资者可以被界定为大投资者?是第一大股东,还是前几大股东,比如前五大股东,抑或前十大股东?其实,这难以有一定之规,这要看投资者是否对企业具有实际控制力。现实的股份制公司尤其是上市的股份制公司中,更尤其是中国的上市公司中,普遍存在“一股独大”现象,这个“独大”的股东通常就是第一大股东,也就是一个公司中出资比例最大的投资者,对于这种公司,除了第一大股东,其他股东都可以列为中小投资者,他们的权益最容易受到侵害。但是,也存在“几股共大”的公司,即一个公司中共存几个持股比例相近的大股东,这几位出资者尽管也有大小之分,但由于比较接近,彼此可以互相制衡,他们的利益在公司中基本上可以得到保证。而除这几位股东之外的其他投资者,就可以认为是其权益容易受到侵害的中小投资者。从这个角度来讲,中小投资者是指一个公司中除了拥有实际控制力的投资者之外的其他投资者。

总之,从权益保护角度,中小投资者可以界定为:股份制公司中,除对公司拥有实际控制力的大股东之外的其他投资者。

那么,如何评价中小投资者权益保护水平?

在目前存在的其他有关中小投资者权益保护的评价中,存在一些明显的评价缺陷,导致中小投资者权益保护的真正水平难以反映出来,主要表现在:一是评价依据的标准偏低,不能反映中国与发达国家的差距;二是评价指标不完整,不能完整反映中小投资者的权利以及保障中小投资者行权的制度环境;三是指标权重的确定过于主观,使得评价结果有些随意;四是数据来源缺乏可持续性,样本选择少或缺乏典型性,使得评价难以纵向比较;五是把公司治理与投资者权益保护的法律法规分割开来。

本报告借鉴国内外已有的中小投资者权益保护评价研究成果,基于国内既有的相关法律法规,特别参照国际先进的中小投资者权益保护规范,提出了中小投资者权益保护四个维度的指标体系,即知情权、决策与监督权、收益权和维权环境。我们认为,信息不对称是大股东和经营者侵占的前提条件,中小投资者决策和监督权缺失是大股东和经营者侵占的权力基础,收益权是中小投资者权益保护的直接体现,维权环境体现了中小投资者权益保护的救济手段,因此,知情权、决策与监督权、收益权和维权环境是中小投资者权益保护的四个不可分割的组成部分。

知情权维度主要从公司定期报告披露的及时性,年报预披露时间与实际披露时间的一致性,预告业绩与实际业绩的一致性,公司是否因违规而被监管机构公开批评、谴责或行政处罚,外部审计是否出具标准无保留意见,公司是否建立与投资者沟通平台,分析师和媒体关注度,独立董事过去三年的任职经历是否详细披露,可预见的财务风险是否披露等方面,来考察中小投资者对于公司经营决策关键信息的知情权落实情况。

决策与监督权维度主要从是否采用网络投票制、是否实行累积投票制、是否采用中小投资者表决单独计票、独立董事比例、有无单独或者合计持有公司10%以上股份的股东提出召

开临时股东大会、独立董事是否担任本公司董事长、有无单独或者合并持有公司 3% 以上股份的股东提出议案、三个委员会是否设立(审计、提名、薪酬)、审计委员会主席是否由独立董事担任、独立董事董事会实际出席率、董事长是否来自大股东单位等方面,来考察中小投资者行使权利和监督代理人的情况。

收益权维度主要从个股收益率是否大于或等于市场收益率、现金分红、股票股利、财务绩效、增长率、是否 ST、是否有中小股东收益权的制度安排(分红权)等方面,来考察中小投资者的投资回报情况,包括现实的回报和可预期的回报。

维权环境维度主要从股东诉讼及赔偿情况,控制性股东是否因直接或者间接转移、侵占公司资产受到监管机构查处,是否建立违规风险准备金制度,投资者关系建设情况,董事会或股东大会是否定期评估内部控制,各专门委员会是否在内部控制中发挥作用,是否披露存在重大内部控制缺陷,风险控制委员会设置情况,股价异动等方面,来考察中小投资者权益维护方面的制度建设情况。

上述四个维度中,决策权、监督权、收益权是中小投资者的天然权利,任何国家的法律也都明确中小投资者享有这些权利,并非只有大股东才拥有这些权利。由于大股东经常处于控制地位,大股东的这些权利是可以得到保证的,但中小投资者的这些权利却经常丧失,甚至被人为侵占和剥夺。要实现这些权利,中小投资者还必须拥有公司经营信息的知情权,没有充分的知情权,决策权、监督权、收益权将无从谈起。即使有了充分的知情权,但如果维权环境偏紧,则这些权利仍然难以落实。因此,知情权、决策与监督权、收益权、维权环境四个方面应该作为一个不可分割的整体,构成完整的中小投资者权益保护系统。

评价中小投资者权益保护的目的是希望对广大中小投资者产生导向作用,促使中小投资者高度重视自身的权益维护,引导中小投资者理性投资,降低中小投资者的投资风险,帮助监管机构实现针对性监管。同时,促使中国公司按照国际规范,落实中小投资者的各项权益,实现公司的长期、有效和规范运作。具体包括以下几个方面:(1) 帮助政府监管机构了解中小投资者遭遇的侵害类型及程度,促使政府加强中小投资者权益保护的立法和执法工作,使政府监管更加有的放矢。(2) 帮助中小投资者降低信息不对称程度,使投资者更好地了解自己的代理人即董事会的治理情况以及由此产生的潜在风险,从而有效规避投资风险,提升投资收益。(3) 帮助公司了解自身对中小投资者权益保护的情况,督促自己不断提升对中小投资者权益保护的水平,避免类似内幕交易和利益输送等侵害行为,以增强中小投资者的投资信心,获得更多的融资机会。(4) 防止股市炒作误导中小投资者,避免股市崩盘风险,促使资本市场真实反映公司信息,引导股票价格客观反映公司业绩,推动资本市场实现稳定发展并走向成熟。(5) 助推国有企业发展混合所有制取得成功。国企混改是国资和民资的混合,进入国企的民资,基本上属于中小投资者之列。鉴于目前大股东和经营者侵害中小投资者的普遍性而造成的中小投资者的忧虑,如何有针对性地加强对进入国企的民资的保护,是政府和国企必须考虑的首要问题。(6) 为上市公司中小投资者权益保护的实证研究提供服务平台和数据支持。

三、董事会治理指数

2013 年和 2015 年,我们对中国全部上市公司的董事会治理水平进行了两次测度,测度结果表明,中国上市公司的董事会治理水平低下,董事会治理亟须改革和改进。2016 年度是第三次测度。

何谓董事会治理?我们认为,董事会治理是董事会作为治理主体,如何通过一系列正式或非正式制度安排,通过有效治理,实现委托人的利益诉求和公司的可持续发展。其主要内容包括:(1) 董事会作为代理人如何做到对委托人尽职尽责?(2) 董事会作为决策者如何做到科学决策?(3) 董事会作为监督者如何做到监督到位而不会被经营者(被监督者)所干扰?(4) 董事会作为利益主体如何做到既有动力又不被利益所“俘虏”(激励与约束)?

目前理论界存在着把董事会治理泛化的现象,即把董事会治理混同于或基本混同于公司治理。这种混同在 20 世纪 80 年代之前的西方发达国家非常普遍,那时的公司治理在现今被称为“狭义的公司治理”。“狭义的公司治理”的核心是股东利益至上,董事会一切问题的核心就是股东利益,这就是所谓的公司治理的股东价值观。其实,那时不是把董事会治理混同于公司治理,而是等同于公司治理,这是那个时代公司治理研究的局限性所在。因为,由于所有权和经营权的分离,董事会作为股东的代理人,是不可能全心全意为股东服务的,尽管理论上他们应该如此。于是,20 世纪 80 年代之后,有了更广义的公司治理。这里的“广义”,一方面是指公司治理不仅仅是为了股东,还有股东之外的其他利益相关者,如经理、员工、债权人等,当然,股东是核心;另一方面,既然董事会不可能全心全意为股东服务,就必须有单独的股东治理(在日本、德国等国家还有监事会治理)。股东治理的存在,意味着股东不能把全部希望都寄托在其代理人董事会身上,他们必须积极参与到公司治理中来。由此,股东治理和董事会治理就成为两个互相补充的公司治理的重要方面。不同的主体,职责不同,从而治理的内容也就不同,需要区别对待,因此不能再回到 20 世纪 80 年代之前,把董事会治理等同于或混同于公司治理。

那么,如何评价董事会治理水平?

从根本上说,董事会治理评价是对董事会治理质量的评价,这种质量评价的实质是评估董事会在多大程度上代表投资者的利益。也就是说,是否代表投资者,在多大程度上代表投资者,是董事会治理评价的全部内容。但在现有的董事会治理评价中,却存在严重的评价缺陷,导致董事会治理的真实水平难以反映出来,主要表现在:一是重形式评价轻实质评价;二是由于把董事会治理混同于公司治理,从而在董事会治理评价中,把一些不属于董事会治理范畴的指标纳入董事会治理评价指标体系中,如股权结构;三是把董事会治理评价等同于董事会业绩评价,或者把董事会业绩作为董事会治理评价的重要内容,这无疑是对董事会治理的误解或错误认识;四是一些指标或者无法判断董事会治理的有效性,或者不具有可操作性,

主观性很强,难以对董事会治理的有效性作出判断,如“董事会规模”和“董事会会议次数”。

本报告借鉴国内外已有的董事会治理评价研究成果,参照国际先进的董事会治理规范,同时也考虑国内既有的相关法律法规,提出了董事会治理四个维度的指标体系,即董事会结构、独立董事独立性、董事会行为和董事激励与约束。如此确定的指标体系和评价结果接近国际标准,高于国内既有法律和政策规定。

董事会结构维度主要从外部董事比例,有无外部非独立董事,两职是否合一,董事长是否来自大股东单位,有无小股东代表,有无职工董事,董事学历,年龄等于和超过 60 岁的董事比例,是否设置审计、薪酬和提名委员会等方面来衡量董事会成员构成和机构设置情况,以此来评价董事会结构的有效性。

独立董事独立性维度主要从审计委员会主席是否由独立董事担任,独立董事中有无财务专家、法律专家、其他企业高管,是否存在政府背景,独立董事是否担任本公司董事长,是否同时在多家公司担任独立董事,独立董事实际出席董事会比例,独立董事津贴是否超过 10 万元,是否详细披露独立董事过去三年的任职经历等方面,来衡量独立董事的专业素质和履职情况,以此来评价独立董事是否能够实现独立履职。

董事会行为维度主要从内部董事和外部董事是否有明确的沟通制度、投资者关系建设、是否存在董事会提交的决议事项或草案被股东大会撤销或者否决的情况、是否有规范的《董事会议事规则》、财务控制、董事会是否有明确的高管考评和激励制度、是否披露股东大会出席率等方面来衡量董事会行为相关制度的建立和执行情况;以此来评价董事会的实际履职情况。

董事激励与约束维度主要从执行董事薪酬是否与其业绩相吻合,股东诉讼及赔偿情况,董事会成员是否遭到监管机构处罚或谴责,是否有明确的董事考核或薪酬制度,是否公布董事考评/考核结果,是否披露董事薪酬情况,是否有董事会会议记录或者董事会备忘录,是否有董事行为准则相关的规章制度,独立董事是否明确保证年报内容的真实性、准确性和完整性或不存在异议等方面来衡量董事激励和约束制度的建立和执行情况,以此来评价董事激励与约束机制的健全程度和有效性,尤其是约束机制的健全程度和有效性。

在四个维度中,前两个维度侧重从形式上来评价董事会治理制度的健全程度,后两个维度则侧重从实质上来评价董事会治理的有效性。董事会治理制度没有形式上的健全,就不可能产生实质上的有效。但反过来,董事会治理制度有了形式上的健全,却未必产生实质上的有效。董事会治理制度只有在形式上健全后充分落到实处,才能实现董事会治理的真正有效。在现实中,从监管机构的要求看,中国上市公司董事会的设置近乎完美,但董事会治理却仍然不断遭到诟病。在我们对 2012 年、2014 年和 2015 年董事会治理的评估中,及格公司(60 分及以上)的比例分别只有 11.54%、5.93%和 6.67%。如此之低的及格率恰恰反映了中国上市公司董事会治理形式和实质的高度背离和不对称。因此,要全面了解中国上市公司董事会治理的质量和效果,就不能仅仅满足于形式上的评价,更要重视实质上的评价,实现形式和实质的高度统一。

评价董事会治理的目的是希望对中国已上市公司和计划上市公司的董事会治理发挥导向作用,促使中国公司按照国际标准,不仅从形式上,更要从实质上,实现中国公司董事会的全方位规范化运作,并引导投资者的投资方向,降低投资者的投资风险,帮助监管机构实现针对性监管。具体包括以下几个方面:(1)帮助投资者尤其是中小投资者降低信息不对称程度,使投资者更好地了解自己的代理人即董事会的治理情况以及由此产生的潜在风险和价值,从而有效规避投资风险,提升投资收益。(2)帮助政府监管机构了解上市公司董事会的运作和相关政策法规的执行情况,从而使政府监管更加有的放矢,并促使政府对公司董事会的运作施以规范化引导。(3)帮助公司了解董事会自身治理存在的问题,督促自己不断提高董事会治理的质量,以增强投资者的投资信心,获得更多的融资机会。(4)向投资者和其他利益相关者及时提供真实、完整的信息,是董事会的重要职责,市场获得可靠、及时和完整的信息,有利于保证股票价格与公司真实业绩的吻合度,而这种吻合是资本市场成熟的重要标志。(5)为上市公司董事会治理实证研究提供服务平台和数据支持。

四、企业家能力指数

2012年,我们在国内首次对中国全部上市公司的企业家(CEO)能力进行了测度,2014年又进行了第二次测度。两次测度结果表明,中国上市公司CEO由于不具有独立性,以及责任机制不到位,CEO能力的发挥受到严重制约,企业家能力处于低下水平。2016年度是第三次测度。

何谓企业家?熊彼特在1934年出版的《经济发展理论》中指出,企业家就是创新者。按照熊彼特的观点,社会任何领域都存在企业家,不仅有企业界企业家,也有政界企业家、教育界企业家、学界企业家等等,这可以说是广义的企业家。本报告的企业家是指企业界企业家,可以说是狭义的企业家。

在熊彼特的创新意义上,企业内的企业家显然不是一个人,也不是几个人,而是多个人,甚至是一种集体行为。那么,我们对企业家的评价是针对一个人,还是针对几个人,或者是针对一个企业家群体?

企业的发展需要创新,创新者越多,创新越活跃,企业发展就越充满生机和活力。不过,如果因此而评价多个企业家(即创新者),或者是评价一个企业家群体,那么我们的评价对于企业家市场的形成和发育就没有多少针对性意义。因此,对企业家的评价只能针对一个特定的创新者。

那么,如何选择这个特定的创新者?无疑,这个创新者只能是企业的领袖,因为企业的领袖是企业家的典型代表。在现实的企业中,企业的领袖一般有两个人选,或者是董事长,或者是总经理(或称总裁,或称CEO)。如果两职由同一人担任,那就不存在选择的难题;如果两职由两个不同的人担任(这是绝大多数企业的情况),那么选择哪一个来评价?

其实,这个难题是人为制造的,原因在于我们中很多人把董事长和总经理的职能误解了。在中国,董事长通常被确定为公司的“一把手”,董事长的权力要高于总经理。其实,公司治理层是通过契约来规范的,是没有“一把手”概念的,董事会是一个会议体,董事的权力是平等的,董事长仅仅是“董事会的发言人”或“董事会召集人”,并不是凌驾于其他董事和总经理之上的领导者,向总经理授权进行企业正常经营管理工作的是董事会而不是董事长。因此,应在厘清董事会职能的前提下,高度重视 CEO 的独立性和能动性,应使 CEO 在法律框架和恪守董事会战略决策的前提下发挥其最大潜能。况且,在企业实践中,董事长也有很多属于兼职角色,这些董事长既不在公司领薪(一般在股东单位或自身所在单位领薪),也不负责公司经营管理工作,如果我们评价的对象是董事长,则意味着不是所有的董事长都能进入我们的评价范围,这就使评价失去了一般性。而 CEO 则是所有公司都具有的角色,况且我们评价的目的是引导政府、企业和投资者要高度重视总经理的地位,尊重总经理在不违反董事会决策下的自由裁量权并且独立承担责任,就此看来,我们所选择的企业家的典型代表就只能是总经理(或总裁,或 CEO)了。

那么,如何评价企业家能力?

近些年,国内外相关学者对企业家能力及评价进行了深入的研究。然而,已有研究却存在三个方面的不足:一是在理论研究方面,各个理论视角都仅仅停留在某一层面上对企业家的界定,没有一个完整的、有说服力的概念界定,或者仅把评估对象确定为相同规模的企业,或者忽视企业家关系网络能力的评估。二是在实证研究方面,大部分学者对企业家能力的研究主要聚焦在理论分析的定性研究层面,实证研究明显不足,因为缺少连续的、可比较的、客观性强的大数据支持。三是简单地将人力资源测评方法用于企业家能力评价。人力资源测评只是基于个人背景和经历(基本上都是个人提供的成功的经历)所作的一种比较主观的潜在能力评价,至于被评对象的实际能力,尤其是其诚信水平,是难以测评出来的。

2016 年度我们借鉴了国际先进的评价标准,基于中国国情,着眼于推动职业经理人市场,提出了企业家人力资本、关系网络能力、社会责任能力和战略领导能力四个维度的指标体系,力求对中国企业家能力作出全面的、客观的评价。

企业家人力资本维度主要从学历(最高学历)、工作年限、工作经历变更、是否担任其他公司的独立董事、是否有海外留学和工作经历、选聘路径等几个方面进行评价。这些方面对于一家要聘任 CEO 的公司来说,并非是现实的企业家能力,而是潜在的企业家能力。尽管如此,企业家人力资本却是企业家能力中最基础的能力。一旦存在某种或某些动力机制,这些潜在的企业家能力就会很快变成现实的企业家能力,如企业家的激励或约束机制,通过这些动力机制,能够促使 CEO 产生把潜在能力变成现实能力的欲望。当然,这些动力机制不属于企业家能力评价的范围。

企业家关系网络能力维度主要从政府官员是否到企业访问、CEO 是否陪同政府官员出国访问、是否担任党代表、是否担任人大代表、是否担任政协委员、是否在军队任过职、CEO 任职期间是否获得相关荣誉称号、是否在行业协会任职、是否曾经在政府部门任职等几个方

面进行评价。从规范的市场规则角度,关系网络能力是不应该纳入企业家能力评价范围的,因为关系网络可能存在“寻租”问题。然而,关系网络并不必然产生“寻租”,而正常的关系网络也能够为企业带来资源,进而能够促进企业发展。况且,把关系网络能力纳入评价范围,有助于我们判断中国企业家更偏重于哪个方面能力的培养,或者比较企业家哪个方面的能力更加突出。比如,人力资本与关系网络能力是否存在替代关系?关系网络能力是否更多地通过履行社会责任而获得?了解这些问题对于发展和培养中国的经理人市场无疑是意义非凡的。

企业家社会责任能力维度主要从企业是否捐赠慈善事业、CEO 是否在非营利组织兼职(如担任理事)、CEO 个人有没有被证监会谴责、有没有产品质量或安全等问题的重大投诉事件、员工的收入增长率是否不低于公司利润增长率、有无现金分红、有无债权人和股东诉讼等几个方面进行评价。企业的持续发展包含着众多利益相关者的努力和投入,其中很多投入具有高度的专用性,一旦损失将难以收回,如员工投入了专用技能和劳动,社区居民可能承受了企业释放的环境污染,顾客可能承担了因产品质量低劣对身心造成的损害,等等,无疑这些利益相关者的努力和投入必须从企业得到回报。把社会责任能力考虑到企业家能力评价中,目的是引导企业家树立强烈的社会责任意识,承担起更多的社会责任。更重要的是,对利益相关者承担责任,是企业家诚信意识和水平的重要反映,没有这种责任担当,就不能称之为企业家。

企业家战略领导能力维度主要从 CEO 贡献、国际化程度、企业员工数、企业总资产、企业在行业中的地位、企业有无完整的 ERP 系统、企业有无制定战略目标和计划等方面进行评价。企业家战略领导能力实际上是企业家各种能力的综合体现,企业家其他方面的能力最终要落实在其战略领导能力上。在存在一个成熟的经理人市场的情况下,CEO 必须本着对企业利益相关者高度负责的精神,以其敏锐的市场和战略意识,恪尽职守,尽最大努力制定出科学的和可行的企业经营决策,一旦董事会批准该决策,CEO 就必须坚决贯彻和执行。不过,需要特别强调的是,CEO 绝不是被动地执行董事会批准的决策,被动接受董事会决策的 CEO 不是真正意义上的企业家。作为 CEO,他(她)的企业家能力实际上更多地体现在日常经营决策的制定和执行中,战略性决策更多的是指明方向,是框架式的,具体如何落实,需要靠 CEO 的开拓和创新。也正是这一点,体现出我们把 CEO 作为评价对象的原因所在。

评价企业家能力的目的是希望对企业家市场选择发挥导向作用,进而促进中国经理人市场(或称企业家市场)的发展,具体说,就是要促使政府和社会各界认识到:(1) CEO 的独立性和能动性以及问责机制是至关重要的,这样才能促使 CEO 能够在恪守法律和董事会战略决策的前提下发挥其最大潜能。(2) 高能力的企业家只能产生于职业化的经理人市场,从而高度重视职业经理人市场的建设。(3) 经理人完备信息的披露是职业经理人市场建立的要件,这些信息中,不仅有潜在能力的信息,更有实际能力的信息;不仅有成功的信息,也有不成功的信息。在充分、真实的信息中,体现着企业家诚信经营、敢于创新和担当的品质和精神。经理人市场必须有惩戒机制,即必须能够让不诚信的经理人承担隐瞒信息的代价。

(4) 选聘 CEO 的权力必须回归董事会,只有在董事会独立选聘并对选错承担责任的情况下,董事会才有动力选出最有能力的企业家。

五、财务治理指数

2010 年,我们在国内首次对中国全部上市公司的财务治理水平进行了测度。2012 年和 2014 年又进行了两次测度。三次测度结果表明,中国上市公司的财务治理非常不理想,权利配置不合理,内控不力,监督不严,激励和约束不到位,中国上市公司的财务治理亟须改进。2016 年度是第四次测度。

财务治理是关于企业财权配置、财务控制、财务监督和财务激励的一系列正式和非正式制度安排,这些制度安排通过财权配置将各个财务主体紧密联系起来,同时通过财务控制、财务监督和财务激励对财务主体形成合理的控制、监督和激励。较高的财务治理质量不仅能够合理配置各财务主体的权责利,有力控制各个财务环节,有效监督财务行为,还能适当激励财务主体,是公司正常运行的关键保障。

财权配置、财务控制、财务监督和财务激励是财务治理的四个不可分割的部分,是我们借鉴国内外已有的财务治理研究成果,参照国际先进的财务治理规范,同时也考虑国内既有的相关法律法规而提出来的。其中,财权配置是指财务决策权在各个财务主体之间的配置和落实,主要的财务主体包括股东(股东大会)、董事会、总经理(CEO)、首席财务官(CFO)。当然还有其他利益相关者,如政府、员工等,这些利益相关者的财权是可以包含在董事会中的,但这种“包含”必须有一个前提,那就是董事会是以股东为核心的所有利益相关者的代理人,作为这种代理人,董事会与经理层是监督与被监督的关系,进一步说,董事会是必须独立于经理层的,否则,就容易发生董事会和经理层“同体”现象,其他财务主体的利益将无法得到保证。在董事会治理缺乏独立性的情况下,即使形式上反映了各财务主体的利益,各财务主体的利益也得不到切实保证。因此,公允的财权配置可以实现公司分权制衡,杜绝独裁,保障财务活动的合法性和透明度。

财务控制是指财务权力的执行过程,具体包括企业的内部控制体系和风险控制体系。健全的财务控制能够从程序上保证财务信息生成的合法、合规,提高财务信息的真实性和准确性,从而保证财务主体决策的科学性和可行性。2001 年和 2002 年,美国安然和世界通讯两家公司爆发财务丑闻,促成了萨班斯-奥克斯利法案(Sarbanes-Oxley Act)的出台。该法案的核心就是强化财务控制,包括三个方面:一是建立公众公司会计监察委员会,对会计师事务所提供的上市审计服务进行监管;二是对上市公司高管人员造假予以重罚;三是在美上市企业必须建立内部控制体系。这被认为是美国自 20 世纪 30 年代经济大萧条以来涉及范围最广、处罚措施最严厉、影响力最大的上市公司法案。该法案的全称是《公众公司会计改革和投资者保护法案》。不难看出,财务控制在投资者权益保护中具有重要作用。

财务监督是指对财务权力执行的监督。这种监督需要相应的机制设计,包括企业内部监督机制和外部监督机制。内部监督主要来自董事会,尤其是其中的审计委员会;外部监督主要来自外部审计机构和政府监管部门,当然也包括广大投资者,甚至包括公众。而监督机制要有效发挥作用,有赖于信息的公开、全面和真实,有赖于董事会的独立性,有赖于外部审计机构的中立性,更有赖于政府监管部门的立法和执法的公信力。

财务激励是指对财务主体投入的回报,这种投入既包括资金资本的投入(如股东的资金投入),也包括人力资本的投入(如企业高管和员工的人力投入)。有投入就必须有相应的权力和利益,前者即财务权力,后者即财务激励。财务激励是财务治理的驱动器,适当的财务激励能够有效激发企业各利益主体工作热情和积极性,降低经营者的道德风险。在财务激励中,核心的是股东利益,如果股东合理的回报得不到保证,将会影响股东投资的信心,进而会影响资本市场的稳定。

以上四个方面,财权配置是财务治理的核心和基础,合理的、有效的财权配置能够协调各个利益相关者的利益,从而有利于形成合力;财务控制和财务监督是手段,前者重在财权执行,后者重在财权执行的监督;财务激励是财权执行的结果,财权最终要落实在利益方面,没有财务激励,各财务主体就不可能形成合力。财务治理的四个维度,不是独立发挥作用的,它们共同构成了财务治理系统,只有系统性发挥作用,才能保证企业的健康和可持续发展。

那么,如何评价财务治理水平?

基于我们提出的财务治理的四个方面(或维度),即财权配置、财务控制、财务监督和财务激励,我们设计了既具有科学性和客观性,又具有可操作性和稳定性的指标体系。由于借鉴了国际先进的财务治理规范,因此,如此确定的指标体系和评价结果接近国际标准,高于国内既有法律和政策规定。

财权配置维度主要从关联交易是否提交(临时)股东大会讨论通过、独立董事薪酬和高管股票期权是否通过(临时)股东大会、两权分离度、董事会是否提出清晰的财务目标、内部董事与外部董事是否有明确的沟通交流制度、独立董事比例、独立董事中是否有财务或会计方面的专家、董事长和总经理是否两职分离、CFO是否具有高级职称或相关资格认证等方面来衡量各财务主体的权利是否得到合理配置,以此评价财权配置的有效性。需要注意的是,如果财权配置过于形式化,尽管表面上看各个财务主体都可以在财权配置中找到自己的“位置”,但这并不能保证财权配置的有效性。

财务控制维度主要从董事会或股东大会是否定期评估内部控制、各专门委员会是否在内部控制中起作用、董事会或股东大会是否披露具体内部控制措施、风险控制委员会设置情况如何、公司财务弹性、公司对外部资金依赖程度、是否披露可预见的财务风险因素、是否ST公司等方面来衡量企业内部控制体系和风险控制体系的健全程度,以此评价财务主体决策的科学性、可行性和抗风险性。

财务监督维度主要从审计委员会设置,外部审计是否出具标准无保留意见,公司网站是

否披露当年和过去连续三年财务报告,公司是否披露公司发展前景的相关信息,公司是否披露关联方交易状况,公司是否对会计政策的变化作出解释,公司是否因违规而被监管部门公开批评、谴责或行政处罚等方面来衡量企业内外部监督机制的到位情况,以此评价内外部监督机制的效果。

财务激励维度主要从现金分红、股票股利分配、高管薪酬支付的合理性、薪酬委员会设置情况、公司是否采用股票期权激励政策、员工报酬增长率是否不低于公司营业收入增长率等方面来衡量各财务主体的收益保障情况,以此评价财务主体的动力。

评价财务治理的目的是希望对中国已上市公司和计划上市公司的财务治理发挥导向作用,促使中国公司按照国际标准,尊重各财务主体的权益,实现中国公司财务运作的规范化,从而降低财务风险,提高抗风险能力。具体包括以下几个方面:(1)有助于投资者进行理性投资,塑造投资者长期投资的信心。财务治理评价可使投资者尤其是中小投资者认识到公司的潜在风险和价值,从而有效规避投资风险,提升投资收益。由于中国目前中小投资者受到大股东和经营者的侵害比较普遍,因此,财务治理对于中国中小投资者权益保护,具有特殊的意义。(2)有助于监管者进行针对性监管,严防财务欺诈。财务治理评价可以帮助政府监管机构了解公司财务运作的规范化程度,尤其是能够洞悉国家有关财务运作的法律法规的落实情况,从而使政府监管更加有的放矢,并促使政府通过经济和法律手段对公司的财务运作施以规范化引导。(3)有助于企业及时发现潜在风险,防患于未然。财务治理评价可使公司了解自身财务治理中存在的问题,督促公司不断提高财务治理水平。不仅有助于发现本公司与其他公司财务治理的差距,而且也有助于发现本公司财务治理与国际水平的差距,及时弥补不足和缺陷,从而保证投资者的投资信心,获得更多的融资机会。(4)有助于资本市场反映公司真实信息,实现资本市场有序运行。财务治理评价可以发现信息失真,信息失真会加大投资者投资的财务风险,从而导致投资者转移投资方向。因此,财务治理评价能够引导公司披露真实信息,进而促使资本市场的股票价格反映公司真实绩效,股票价格和公司真实绩效的吻合是资本市场成熟的重要标志,也是防止股市动荡甚至“股灾”的重要因素。(5)有助于大数据平台建设,深化财务治理理论研究和实证分析。近些年财务治理研究总体落后于公司治理其他方面的研究,一个重要原因是缺乏财务治理的大数据支持。财务治理评价所赖以支撑的数据库提供了深化财务治理理论研究和实证分析的平台,而且基于大数据的财务治理研究更加符合现实。

六、自愿性信息披露指数

2010年和2012年,我们对中国全部上市公司的信息披露水平进行了测度,测度结果表明,中国“能不说就不说”的现象非常普遍。“能不说就不说”属于自愿性信息披露范畴,而强制性信息披露则不存在多大问题,于是,从2014年开始,我们对中国上市公司信息披露的评

价改为专门对其中的自愿性信息披露的评价。评价结果证明,在中国上市公司中,“能不说就不说”现象不仅普遍,而且非常严重。2016年度是对自愿性信息披露的第二次评价,也是对信息披露的第四次评价。

自愿性信息披露(Voluntary Disclosures)是相对于强制性信息披露而言的。自愿性信息披露的关键词是“自愿”。“自愿”,顾名思义,就是可披露也可不披露。披露了,使用者欢迎;不披露,也没人追究,因为没有追究的法律依据。但不披露,需求者尽管不追究,却并非不计较。如何计较,这就涉及市场机制了,即需求者可以“用脚投票”。上市公司信息的最大需求者是投资者,也是上市公司的核心利益相关者,投资者不投资,公司上市就没有意义了。但投资者投资依赖于其所获取的信息,不同投资者的信息需求不同。随着市场的完善,越来越多的投资者的投资趋于理性,他们不再满足于监管机构强制要求公司披露的信息,而是通过更多的信息来最大限度地降低自己的投资风险,即追求所谓信息的“有用性”,而强制性披露难以满足许多投资者所要求的“有用性”。如果投资者难以获得他们认为“有用”的信息,他们就会认为投资有风险,从而不投、少投、转投,如果很多投资者不投、少投、转投,则这家公司就可能被并购或倒闭,这就是投资者的“用脚投票”。从这个角度讲,自愿性信息披露并不是可有可无的,是上市公司吸引投资者的不可或缺的重要方式。

不论是自愿性信息披露还是强制性信息披露,都没有统一的国际标准。在一个国家是自愿性披露的信息,在另一个国家可能是强制性披露的信息。一般来说,市场发育程度越高,相应的法律制度就越完善,就越注重自愿性信息披露,通过投资者“用脚投票”来促使上市公司自愿披露更多的信息;相反,市场发育程度越低,相应的法律制度就越不完善,“用脚投票”的效果就越低,通过自愿披露信息就难以满足投资者投资要求,从而就越强调强制性信息披露。但这是一种比较理想的状态,实际情况比理论推导的情况要糟糕得多。原因在于,企业都是追求最大利益的“经济人”,都有投机取巧的本性,只要不违背法律规则,对自己不利的信息就尽量不披露。因此,即使在市场经济高度发达的英美等国家,也通过大量的规则甚至法律,强制性要求上市公司披露更多的信息。我们不难看到,尽管英美等国家市场经济很发达,但其强制性披露信息的范围远远大于市场经济还不太发达的中国。

然而,由于市场千变万化,投资者的信息需求也是多种多样,而规则和法律都是由人制定出来的,每个人的理性都是有限的,从而,再细致的强制性披露的信息也难以满足投资者理性投资对信息的需求。另外,企业外部的利益相关者也绝不仅仅是单一的投资者,供应商、客户、居民(尤其是企业周边居民)都是企业的重要利益相关者,他们对企业也有各种各样的信息需求,而其中很多信息难以纳入强制性范畴。显然,自愿性信息披露不是可有可无的,而是必须的。比如,高管薪酬结构及额度信息。该项信息在英美等国家的披露是很完整的,即不仅要披露高管薪酬总额,还要披露薪酬结构以及各部分的额度,如固定薪金、奖金、股票、股票期权、养老金等。但这些信息在中国属于自愿性披露范畴,在上市公司披露的信息中,几乎没有几家公司披露该项信息。那么,该项信息对于投资者是否必需?回答是肯定的,因为通过该项信息,投资者可以了解高管的长期薪酬和短期薪酬构成,并进而了解高管