

中国上市公司 治理评价研究

——原理·方法·案例

何红渠 廖斌 著

- 理论创新与商业实践并重
- ◎ 上市公司优化治理的客观参照
- 监管机构监督评价的有力武器
- ◎ 投资者理性决策的支持工具

湖南人民出版社

国家自然科学基金项目研究成果

项目名称：公司治理与中小投资者保护

基金资助号：70202045

中国上市公司 治理评价研究

——原理·方法·案例

何红渠 廖斌 著

湖南人民出版社

图书在版编目 (C I P) 数据

中国上市公司治理评价研究: 原理 方法 案例/何红渠 廖斌著. —长沙: 湖南人民出版社, 2007. 4
ISBN 978-7-5438-4749-1

I. 中… II. ①. 何…②. 廖… III. 上市公司 - 企业管理 - 研究 - 中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 028876 号

责任编辑: 陈 敬

装帧设计: 周佳佳

中国上市公司治理评价研究

何红渠 廖斌 著

*

湖南人民出版社出版、发行

网址: <http://www.hnppp.com>

(长沙市营盘东路 3 号 邮编: 410005)

营销部电话: 0731-2226732

湖南省新华书店经销 长沙科地印务有限公司印刷

2007 年 4 月第 1 版第 1 次印刷

开本: 890×1240 1/32 印张: 12.75

字数: 300000

ISBN 978-7-5438-4749-1

定价: 46.00 元

前 言

公司的经营活动按照其重要性和影响机制可以划分为公司治理、公司战略、业务管理和流程管理四个层次。公司治理决定着公司的基础结构和长远目标，是建立正确的发展战略、实施有效管理、提高企业运行质量和效率的基础。公司治理评价是通过建立科学的评价体系，对公司治理的现状进行全面正确的反映，以判断公司治理的基本情况，指明所存在的问题和改进方向，对公司利益关系者和公司本身起到警示风险、辅助决策的重要作用。目前，在欧洲和新兴市场国家，公司治理评价正在作为一种公司变革与发展的新事物，受到市场和投资者的欢迎。由于公司治理评价对资本市场发展和公司素质提升的有力促进作用，及其对投资者和公司利益关系者的有效保护，在不远的将来，必将在全球掀起一轮公司治理评价的热潮。

本书的逻辑思路沿以下层次展开：

一、通过规范性理论分析和大量的实证研究材料，从经济学、管理学和统计学的角度证实公司治理评价的作用和意义，为本书的研究建立牢靠的文献基础和思维的逻辑支持。

二、运用真实数据说明中国上市公司治理结构和运行机制中存在的问题，分析产生问题的原因和改进的基本策略。这些问题将成为中国上市公司治理评价的重点内容，以提高中国上市公司治理评价体系的针对性和有效性。

三、构筑具有普遍意义的公司治理评价概念结构，以形成公司治理评价的理论体系，为建立公司治理评价模式和评价指标体

系确定基本原则和结构要素。

四、在借鉴 SP、DENIMOR 等已经初步实践并获得成功的公司治理评价模式的基础上，设计符合中国公司治理环境特征和上市市场公司特质的评价模式，使公司治理评价体系建立在市场化的基础之上，以保证公司治理评价的客观、科学和规范。

五、建立公司治理评价模型，其中的数据获取采取广泛的专家意见法，以保证建模依据的专业性、客观性。最终的公司治理评价结论以高度标准化的形式表示，以消除表述的多样性而导致的理解上的歧义。

六、最后，采用中国上市公司的样本数据对公司治理评价体系的有效性进行验证，分析说明评价体系运行的状况、存在的问题及今后的改进方向和重点。

本研究的主要创新在：首次提出并建立了公司治理评价概念结构的分析基础，设计出中国上市公司全面治理评价的模型和评价体系，对开拓中国公司治理评价业务，发展公司治理评价市场具有理论指导意义和实践指南的作用。本书在公司治理内涵的研究、公司治理评价意义的分析和中国上市公司治理改进策略的设计方面，在已有的研究基础之上进行了更为深化的研究，并得出新的结论。

目 录

第一章 绪 论	1
1.1 研究背景	1
1.2 公司治理评价的概念及意义	3
1.2.1 公司治理评价概念的界定	3
1.2.2 公司治理评价的意义	5
1.3 公司治理评价的理论基础和研究现状	6
1.3.1 公司治理评价的理论基础	6
1.3.2 公司治理评价的研究历史与现状	11
1.4 研究对象、思路、目标和内容	24
1.4.1 研究对象	24
1.4.2 研究思路与目标	25
1.4.3 研究内容	26
1.5 研究方法	28
1.5.1 规范性研究	28
1.5.2 专家评价法、数理统计方法和层次分析法	28
1.5.3 实证分析	29
1.6 本书的创新点	30
第二章 公司治理的理论综述及模式	33
2.1 现代企业的特征与公司治理原理	33
2.1.1 现代企业的概念	33

2.1.2	现代企业的制度性特征	33
2.1.3	现代企业中的代理问题与代理成本	35
2.1.4	对公司治理概念的探讨	38
2.1.5	公司治理的原理	42
2.2	与公司治理有关的经济理论及其现实意义	46
2.2.1	科斯的交易成本学说	46
2.2.2	张五常的合约选择理论	47
2.2.3	A·阿尔奇安和 H·德姆塞茨的团队生产理论	49
2.2.4	威廉姆森的行为假设理论	50
2.2.5	M·詹森和 W·麦克林的代理成本理论	51
2.2.6	诺斯的制度变迁理论	52
2.2.7	对推进中国改革和公司治理的意义	53
2.3	公司治理模式评析	56
2.3.1	美国的公司治理	57
2.3.2	日本模式	59
2.3.3	德国模式	61
2.3.4	东南亚华人家族企业模式	63
	本章小结	65
第三章	中国上市公司治理分析	67
3.1	法律基础	68
3.1.1	与公司治理有关的法律	68
3.1.2	存在的问题	71
3.1.3	改善公司治理法律基础的基本思路	75
3.2	监管体制	77
3.2.1	证券监管体制及其在中国的历史沿革	77
3.2.2	中国证券监管体制的现状	81
3.2.3	存在的问题	85
3.2.4	健全监管体制, 加强监管力度的措施	87
3.3	信息披露	89

3.3.1	基本情况	89
3.3.2	存在的问题及原因	90
3.3.3	改进思路和对策	92
3.4	公司接管市场	96
3.4.1	上市公司接管运作的现状	96
3.4.2	存在的问题及原因	97
3.4.3	提高接管市场治理效率的对策	99
3.5	股东结构和股东会治理	100
3.5.1	股东结构和股东会治理的现状	100
3.5.2	问题及原因	102
3.5.3	优化上市公司股权结构, 提高股东会治理科学性、 合理性的对策	105
3.6	董事会结构及董事会治理	109
3.6.1	董事会结构及董事会治理的现状	109
3.6.2	董事会治理存在的问题及原因	112
3.6.3	优化董事会治理的思路及对策	117
3.7	监事会治理	121
3.7.1	上市公司监事会治理现状及问题	121
3.7.2	加强监事会治理有效性的思路及对策	123
3.8	关键人激励	125
3.8.1	关键人激励机制的现状 & 问题	125
3.8.2	优化上市公司激励机制的思路及对策	128
	本章小结	133
第四章	公司治理评价的概念结构	135
4.1	公司治理评价的假设	135
4.1.1	定义与作用	135
4.1.2	公司治理评价假设的内容	135
4.2	公司治理评价要素体系	138
4.2.1	定义与划分原则	138

4.2.2	公司治理评价的基本要素	139
4.3	公司治理评价原则	143
4.3.1	公司治理评价原则及其作用的解释	143
4.3.2	公司治理评价信息质量方面的原则	144
4.3.3	评价主体立场与行动方面的原则	147
4.4	公司治理评价程序与方法	151
4.4.1	基础性程序	151
4.4.2	操作性程序	155
	本章小结	158
第五章	公司治理评价模式研究	160
5.1	影响公司治理评价模式的主要环境因素	160
5.1.1	国家政治体制	160
5.1.2	有关公司治理的法律体系	161
5.1.3	商业伦理	161
5.1.4	市场化程度	162
5.2	现行公司治理评价模式	163
5.2.1	SP 的评价模式	163
5.2.2	Deminor 的评价模式	174
5.2.3	里昂证券亚洲公司的评价模式	177
5.2.4	连城国际的董事会评价体系	184
5.2.5	对现行评价模式的分析与总结	185
5.3	影响中国上市公司治理评价的主要因素	187
5.3.1	宏观环境因素的分析	187
5.3.2	上市公司和评价机构自身的影响因素	189
5.4	对中国上市公司治理评价模式的探索	192
5.4.1	公司治理评价的执业机构	192
5.4.2	评价标准的选择与确立	194
5.4.3	评价内容的确定	196
5.4.4	评价对象选择	197

5.4.5 评价体系结构	198
本章小结	199
第六章 中国上市公司治理评价体系设计	201
6.1 中国上市公司治理评价体系结构说明	201
6.1.1 公司治理评价指标体系的设计说明	201
6.1.2 公司治理指标赋值表的设计说明	202
6.1.3 公司治理指数计算模型的说明	202
6.1.4 标准化结论的说明	202
6.2 公司治理评价的指标体系：要素、项目类别 及具体指标	203
6.2.1 公司治理评价要素之一：所有权结构要素	203
6.2.2 公司治理评价要素之二：股东权利要素	209
6.2.3 公司治理评价要素之三：董事会结构与 运作要素	213
6.2.4 公司治理评价要素之四：监事会结构与运作	220
6.2.5 公司治理评价要素之五：公司透明度	222
6.2.6 公司治理评价要素之六：关键人的激励与约束	226
6.2.7 公司治理评价要素之七：治理与管理的匹配性	228
6.2.8 公司治理评价要素之八：社会责任	231
6.3 中国上市公司治理指数的计算原理与建模过程	235
6.3.1 计算原理	235
6.3.2 对建模过程的说明	241
6.4 公司治理评价报告	243
6.4.1 概念	243
6.4.2 公司治理评价报告的基本类型	243
6.4.3 公司治理评价报告的基本内容	244
本章小结	250
第七章 CGI 与公司经营绩效关系的实证研究	251
7.1 研究假设的提出	251

7.2	样本选择与变量定义	252
7.2.1	样本的选取	252
7.2.2	变量说明	253
7.2.3	数据来源	258
7.3	结果分析与解释	258
7.3.1	描述性统计分析	258
7.3.2	实证分析	259
7.3.3	结论	263
	本章小结	264
第八章	公司治理评价系统在 TNM 公司的运用	265
8.1	对 TNM 公司进行公司治理评价工作的基本说明	265
8.1.1	TNM 公司概况	265
8.1.2	评价工作的进行方式与时间计划	266
8.1.3	公司治理评价的工作目标	267
8.1.4	公司治理评价的实务原则说明	267
8.1.5	评价的内容结构	268
8.1.6	公司治理评价报告意见的基本类型	269
8.2	TNM 公司治理现状评价	270
8.3	TNM 公司治理评价结论分析与诊断	361
8.3.1	公司治理评价指标初始分值 (见表 3-1)	361
8.3.2	评价要素分值计算	366
8.3.3	总体评价分值及等级	368
8.3.4	评价结论分析与建议	369
8.3.5	TNM 公司治理合规性补充评价与说明	370
	结 束 语	376
	参考文献	380

第一章 绪 论

1.1 研究背景

进入 20 世纪 90 年代，随着企业竞争的加剧和资本市场的迅速发展，企业界和管理理论、经济理论界对公司治理重要性的认识逐步深化。从全球企业发展的实践看，正确的发展战略和科学的管理体系仍然是企业赢得竞争的必要前提和基础保障，但企业的持续发展在更大的程度上取决于公司治理的合理和有效。公司治理是公司正确决策和有效管理的基础，没有合理的治理结构和有效的治理机制，公司的长远发展将面临高度的不确定性和隐在的深层危机，影响企业的成长进程，甚至导致企业的衰败和灭亡。

优化公司治理对于中国上市公司更为具有紧迫性和重要的现实意义。中国上市公司治理中存在的股权结构不合理、股东权利弱化、董事会运作低效、经理人约束和激励机制缺失等问题已经在严重的财务造假、侵害中小股东利益、经理人败德行为等证券违法案件中表露无遗，损害了上市公司的成长基础，对中国资本市场的健康发展造成不利影响。因此，优化公司治理，特别是上市公司治理成为目前全球企业正在掀起了的一股热潮，学术界也将目光聚焦于公司治理这一历久弥新的课题。

有关研究的开展取得了令人瞩目的进展，主要的成果集中于公司治理的基本原理和公司治理结构方面。对于什么是好的公司



治理，好的公司治理是一个怎样的基础结构这类问题已经有了一个统一的框架和标准答案。但对于如何判断一家公司的治理是好的还是坏的，即在公司治理评价的实务层面上仍存在较多空白。

一般实证研究对公司治理有效性，通俗说就是对公司治理好坏的验证是以公司业绩为判断依据的。研究者常常假定业绩好的公司（在资本市场有效性程度高的市场环境中，也可以等同于股价表现好的公司），往往公司治理是有效的；业绩差的公司则往往公司治理低效或无效。研究者由此分析业绩好的公司和业绩差的公司在公司治理方面存在哪些差异，总结出二者之间公司治理的特征，以此作为公司治理评价的依据。

这种研究的方法存在两点不足，一是公司治理不是影响公司业绩的唯一因素，在成长历史较短的企业甚至不是主要因素。相对公司治理而言，公司营业领域的行业成长性、公司内部管理系统的效率对业绩的影响至少是同等重要的。以业绩为评价依据的实证研究存在假设不真的缺陷；二是研究的成果缺乏系统性，没有总结出一套完整的判断公司治理是否有效的规范化的理论结构和实用性的评价系统。

公司利益关系者呼唤建立在规范化理论研究基础之上，与特定的公司治理环境紧密相关的公司治理评价体系早日诞生。问题在 1998 年有了突破性进展。1998 年，国际公司评级机构标准普尔（Standard&Poors）首次推出了公司治理评价系统，并在俄罗斯对上市公司开展商业化的评价服务获得成功。随后，欧洲评级机构戴米诺（Deminor）、里昂证券亚洲公司也分别推出了面向欧洲资本市场上市公司和亚洲新兴市场国家上市公司的公司治理评价体系，戴米诺（Deminor）的成果受到欧洲投资者的欢迎，里昂证券的评价体系正在商业化的初期尝试阶段。还有多家国际性公司评价机构和泰国上市公司董事协会、韩国的证券交易所等与上市公司治理具有高度关联的中介机构正在致力于建立与特定资本市场环境相适应的公司治理评价体系的工作。可以说公司治理

评价作为优化公司治理,判断公司治理的有效性的一个重要工具,正成为公司治理实务界和学术界共同关注的新热点。

中国的公司治理评价研究在 2002 年之前几近空白,但从 2002 年 4 月开始学术界推出了众多的研究成果,连城国际理财公司推出的董事会评价体系、上交所研究部胡汝银和司徒大年推出的中国上市公司治理评价指标体系、李维安教授领导的中国公司治理研究中心推出的中国公司治理评价系统是这类成果中最具系统性、科学性的典型代表。但所有成果在规范化的基础理论结构、公司治理评价的数理模型及实证性研究成果的取得方面还留有发展和完善的空间,这也成为本书的着力重点。

笔者自 1996 年以来一直致力于公司治理的教学和研究,2002 年参加国家自然科学基金项目《上市公司治理与中小投资者权益保护》课题的申报并获得成功,本人主持其中最核心的子课题《中国上市公司治理评价体系设计》的研究任务。自然科学基金项目高素质的团队协作和强有力的财务支撑为大量基础数据的获取、统计和模型测算提供了可能性,本书的研究内容与该子课题的实务部分内容高度一致,也成为笔者进行本书写作的一个重要契机。本书以中国上市公司治理评价为研究对象,试图在公司治理评价概念结构的建立、评价指标体系的设计、评价模型的确定和实证分析方面有所创新。

1.2 公司治理评价的概念及意义

1.2.1 公司治理评价概念的界定

公司治理评价就是由独立、中立的法人评价机构,根据委托方的委托,以评价事项的法律、法规、制度和有关标准化的规定为依据,采用规范的程序和科学的方法,对评价对象公司治理的合理性、有效性进行调查、审核和测定,以简单、直观的符号表示其评价结果,并予以公开发布的一种评价行为。此概念包含以



下几层意思：

(1) 公司治理评价是由利益独立、立场中立的外部专业评价机构进行的，不是企业自身的评价行为。许多企业通过内部控制体系的设计、优化和组织管理的改革等方式，提高公司治理的合理性、有效性，首先必须对本企业的治理现状作出分析评价，其注重的是针对有关问题的实用性、局部性，而外部的专业评价机构注重的是全面性、规范性。

(2) 对公司治理的评价有着明确的、规范的依据，此依据包括评价对象所处社会经济环境中有关法律、法规、制度和文化等硬合约和软合约的要求，以及合理的公司治理所必须的原则性要求。当这两方面的要求之间存在差异时，从公司治理本身所具有的规律出发，我们按照后者的要求确立评价依据。例如，我国公司法没有对公司大股东的持股目的作出限制，但从公司治理的角度看，安定的、积极负责的大股东是公司坚持价值最大化目标、按步骤实施公司战略、实现企业长久发展的重要基础，而这是由大股东的持股目的所决定的。因此，在公司治理评价体系中，大股东持股目的和由此决定的股权结构的相对稳定性是对股东结构的合理性作出评价的依据之一。

(3) 公司治理应该是以评价对象意思自愿为前提。只有建立在意思自愿基础上的评价才能得到评价对象积极的配合，保证评价所需信息的真实性，从而保证评价结果的质量。但企业的利益相关者和管制者可以对此作出要求和引导，了解更为深层次的企业信息。特别是银行对贷款客户、证券交易所对上市公司的有关指引和要求，在软约束的表面之下暗藏强大的强制力。

(4) 公司治理评价结果是简单、明确而易于理解的，其结论是标准化的，如同 CPA 的审计报告。同时无论处于什么目的，对上市公司的治理评价结果必须作为上市公司的重要信息进行公开披露，以便利益相关者获取更为充分的信息据以决策，提高评价的成本效益比。

1.2.2 公司治理评价的意义

公司治理评价体系的本质是一个反映公司治理的信息系统，在收集与公司治理有关的原始信息的基础上，通过科学分析、正确测定，得出标准化的评价结论，其意义体现在对信息使用者的决策支持上。

1. 公司以此进行自我观照，明确问题，作出改进。

公司一般注重通过市场指标和财务指标发现公司经营和管理中的问题。但公司的成长性和业绩是受内外部环境因素影响的，市场指标和财务指标是这些因素综合影响的结果。所以，以往的分析仅限于发现战略和管理中的问题，因为这两个层面对指标的影响更为直接，而忽视公司治理中存在的问题。因此，企业在管理方面进行的改革中容易出现治标不治本，同样的问题重复出现等情况，原因就在于此。很多的国有企业实行民营股份化改造之后，出现了前所未有的新局面，同样的产品、同样的设备、同样的员工，能够取得与以往截然不同的市场表现和经济效益，人们认为是管理方式变革的结果。这是认识上的一个误区，事实上其根本原因在于产权制度变革以及由此引起的公司治理结构的优化。因此，公司治理评价可以帮助企业从公司治理的更深层面分析问题的根源，提高解决问题的针对性。

2. 为投资者提供判定公司价值的重要依据。

投资者投资收益的真实来源只能是公司利润，公司利润是公司价值的当期财务表现。有效的公司治理是公司战略的基础，正确的公司战略和有效的战略实施是创造公司价值的关键。由此可以得出，合理的公司治理结构也是投资者长远利益的基础。在股市遭受严重损失而逐步成熟起来的中国股市投资者，从2002年初开始，投资理念发生了根本性转变，价值型投资理念取代概念型理念成为主导潮流，应该说这是在投资者交纳了昂贵学费之后的学习成果，是一种与良性市场机制和投资规律相吻合的理性选择。有实证表明，在发达的资本市场投资者报酬与公司治理的好



坏呈现出明显的相关性。公司治理评价的结果将成为价值性投资者的重要决策依据。

3. 债权人长期债权风险控制的新视角。

传统的财务控制观重视对债务人债务届期时现金净流量的预测分析，认同盈利能力是长期偿债能力的基础的观点，但公司治理对盈利能力的影响没有顾及。许多银行在严密的风险评价后实施的贷款仍出现坏帐的情况，正是在风险评价过程中忽视战略竞争力对经营活动盈利能力的决定作用所导致的结果，而正确的战略制定和实施以良好的公司治理为基础。国有银行在被迫对国有企业实施债转股之后，由于债转股企业财务报表的指标得以改善，又重新获得国有银行的贷款授信，正是不注意从公司治理评价的角度控制债权风险的表现，其结果肯定是新的债务积累和新一轮的“再转股”。

4. 对上市公司监管的新工具。

上市公司监管机构目前的监管侧重的是事后管制，如证监会的惩处决定、交易所的谴责声明等，相比之下在事前和事中的监督方面则显得措施不力，缺乏上市公司治理的评价信息是其中的一个原因。公司治理评价为监管机构提供了发现上市公司治理中的问题，进行及时监察的有力手段。如果有定期的、有效的公司治理评价要求，曾经在证券市场引起轩然大波的重大违规案件其隐患必然在评价结论中表露无遗，监管机构可及时责令其进行纠正或终止违规行为，而致不发展成为对证券市场秩序和投资者利益造成灾难性影响的严重事件。

1.3 公司治理评价的理论基础和研究现状

1.3.1 公司治理评价的理论基础

近10年来，企业理论和公司财务理论研究的结果普遍认为，不仅是公司经营行为和财务活动影响公司业绩和公司价值，在更