

“十二五”国家重点图书·中国公司治理发展报告
中国公司治理分类指数报告 V · NO.2 (2015)

Report on Board Governance
Index of China's Listed Companies
(2015)

(2015)

中国上市公司 董事会治理指数报告

高明华 蔡卫星 等/著

评价范围及方法·董事会治理指数排名及比较·董事会治理分项指数排名及比较·董事会治理指数比较·董事会治理指数的年度比较(2012 & 2014)·董事会治理、产权性质与业绩预期·董事会治理、产权性质与风险控制·董事会治理、证券投资与业绩波动·董事会治理、高管权力·董事会治理、过度投资与产能过剩·提升董事会治理水平的政策建议·2014年中国上市公司治理指数排名·2014年中国分行业上市公司董事会治理指数排名



经济科学出版社
Economic Science Press

“十二五”国家重点图书·中国公司治理发展报告
中国公司治理分类指数报告 V · NO.2 (2015)

Report on Board Governance

Index of China's Listed Companies
(2015)



(2015)

中国上市公司 董事会治理指数报告

高明华 蔡卫星 等/著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

中国上市公司董事会治理指数报告 (2015) / 高明华等著.

—北京: 经济科学出版社, 2015. 11

(中国公司治理发展报告)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6257 - 8

I. ①中… II. ①高… III. ①上市公司 - 董事会 - 企业管理 - 研究报告 - 中国 - 2015 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 271311 号

责任编辑: 齐伟娜 金 梅

责任校对: 隗立娜 杨晓莹

责任印制: 李 鹏

中国上市公司董事会治理指数报告 (2015)

高明华 蔡卫星 等/著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcs. tmall. com](http://jjkxcs.tmall.com)

北京季蜂印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 22.5 印张 500000 字

2015 年 11 月第 1 版 2015 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 6257 - 8 定价: 65.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn)

作者简历

高明华：经济学博士、博士后，北京师范大学公司治理与企业发展研究中心主任，经济与工商管理学院教授，博士生导师，国家社科基金重大项目首席专家。兼任教育部工商管理类专业教学指导委员会委员，新华社特约经济分析师，上海证券交易所第一届信息披露咨询委员会委员，中国出版集团顾问委员会委员，中国社会科学院、清华大学、南开大学、中央财经大学、首都经济贸易大学等单位学术机构的学术委员或研究员。先后就职于南开大学、北京大学和中国银行总行。



2001年初，高明华创立北师大公司治理与企业发展研究中心，这是最早的公司治理专门研究机构之一。早在20世纪90年代初期，作为最早研究中国公司治理问题的学者之一，高明华就提出了国有资产三级运营体系的设想，对国企公司治理进行了较深入的探索。其关于国有资产三级运营体系、国企分类改革和分类治理、国企负责人分类和分层等观点均为国家及有关政府机构所采纳。20多年来，作为中国公司治理理论的探索者和先行者，高明华及其研究团队取得了丰硕的成果，奠定了其在学术界的领先地位。2008年，在国内外率先提出“中国公司治理分类指数”概念，并创立“中国公司治理分类指数数据库”，推出“中国公司治理分类指数系列报告”，目前已出版6类14部指数报告，出版指数报告居国内首位，并建成了国内最大规模的公司治理分类指数专业性数据库。中国公司治理分类指数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”。2014年10月，发起成立“中国公司治理论坛”。

高明华主持及参与的国内外课题有四十余项，独立、合作出版著译作49部，发表论文和研究报告两百余篇。相关成果（包括合作）曾获第十届和第十一届孙冶方经济学奖等奖励，其代表性著述主要有：《关于建立国有资产运营体系的构想》（1994）、《权利配置与企业效率》（1999）、《公司治理：理论演进与实证分析》（2001）、《公司治理学》（2009）、《中国国有企业公司治理分类指引》（2015）、《政府规制与国有垄断企业公司治理》（2015）、“中国公司治理分类指数报告系列”（2009~2015）（包括高管薪酬、信息披露、财务治理、企业家能力、董事会治理和中小投资者权益保护等六类14部），主编《治理译丛》（4本）和《公司治理与国企改革丛书》（8本）。

研究方向：公司治理、企业理论、国资监管与国企改革、民营企业发展等。

国家社会科学基金重大项目（批准号 14ZDA025）阶段性成果
国家社会科学基金重点项目（批准号 12AZD059）阶段性成果
国家“985”支持项目

课 题 组 组 长：高明华

课 题 组 副 组 长：蔡卫星

课 题 撰 稿 人：高明华 蔡卫星 李欲晓 谭玥宁
方 芳 任 缙 杜雯翠 杨一新
赵 旋 张惠琳 曹沥方 刘 赫

数 据 库 开 发：孙运传 夏 烨

数据收集、录入和核实：

曹沥方	吕嘉力	徐文文	曾雪寒
张志晴	牛 萍	杨 璇	杜小虎
周 玲	王 凯	姜欣彤	吴筱钰
贾晓敏	张 璇	赵元贞	翟向云
李世恒	陈明哲	吴秦朗	赵嘉玉
陆 珊	梁玲玲	周梦莹	杨梦丽
刘 言	苏 然	张祚禄	黄晓丰

数 据 核 实：赵 旋 张惠琳 刘敏佳 谭玥宁
课 题 组 秘 书：赵 旋

目 录

中国上市公司董事会治理指数报告 (2015)

导 论	(1)
第1章 董事会治理指数评价范围及方法	(9)
1.1 董事会治理指数评价范围	(9)
1.1.1 董事会治理指数评价内容	(9)
1.1.2 董事会治理指数评价样本	(10)
1.2 董事会治理指数指标体系及解释	(10)
1.2.1 董事会治理指数指标体系	(10)
1.2.2 董事会治理指标体系解释	(13)
1.3 董事会治理指数指标赋值及计算方法	(15)
1.3.1 董事会治理指数指标赋值方法	(15)
1.3.2 董事会治理指数计算方法	(16)
1.4 几个概念	(17)
1.4.1 所有制	(17)
1.4.2 地区	(18)
1.4.3 行业	(18)
第2章 董事会治理总体指数排名及比较	(20)
2.1 董事会治理指数总体分布及排名	(20)

2.1.1	董事会治理指数总体分布	(20)
2.1.2	董事会治理指数前后 100 名	(22)
2.2	分地区董事会治理指数比较	(27)
2.2.1	区域间上市公司董事会治理指数比较	(28)
2.2.2	省份间上市公司董事会治理指数比较	(29)
2.3	分行业董事会治理指数比较	(31)
2.4	分证券板块董事会治理指数比较	(34)
2.5	ST 与非 ST 公司董事会治理指数比较	(35)
2.6	本章小结	(37)

第3章 董事会治理分项指数排名及比较

3.1	董事会治理分项指数总体情况	(38)
3.2	董事会结构分项指数排名及比较	(39)
3.2.1	董事会结构分项指数总体比较	(39)
3.2.2	分地区董事会结构分项指数比较	(41)
3.2.3	分行业董事会结构分项指数比较	(43)
3.2.4	分证券板块董事会结构分项指数比较	(45)
3.2.5	ST 与非 ST 公司董事会结构分项指数比较	(46)
3.3	独立董事独立性分项指数排名及比较	(47)
3.3.1	独立董事独立性分项指数总体比较	(47)
3.3.2	分地区独立董事独立性分项指数比较	(48)
3.3.3	分行业独立董事独立性分项指数比较	(51)
3.3.4	分证券板块独立董事独立性分项指数比较	(53)
3.3.5	ST 与非 ST 公司独立董事独立性分项指数比较	(54)
3.4	董事会行为分项指数排名及比较	(54)
3.4.1	董事会行为分项指数总体比较	(54)
3.4.2	分地区董事会行为分项指数比较	(56)
3.4.3	分行业董事会行为分项指数比较	(58)
3.4.4	分证券板块董事会行为分项指数比较	(60)
3.4.5	ST 与非 ST 公司董事会行为分项指数比较	(61)
3.5	董事激励与约束分项指数排名及比较	(62)
3.5.1	董事激励与约束分项指数总体比较	(62)
3.5.2	分地区董事激励与约束分项指数比较	(63)
3.5.3	分行业董事激励与约束分项指数比较	(66)
3.5.4	分证券板块董事激励与约束分项指数比较	(68)
3.5.5	ST 与非 ST 公司董事激励与约束分项指数比较	(69)

3.6	本章小结	(70)
第4章	董事会治理指数的所有制比较	(72)
4.1	总体比较	(72)
4.1.1	董事会治理指数总体比较	(72)
4.1.2	董事会治理分项指数总体比较	(74)
4.2	分地区比较	(78)
4.2.1	分地区董事会治理指数比较	(78)
4.2.2	分地区董事会治理分项指数比较	(81)
4.3	分行业比较	(85)
4.3.1	分行业董事会治理指数比较	(85)
4.3.2	分行业董事会治理分项指数比较	(87)
4.4	本章小结	(89)
第5章	董事会治理指数的年度比较（2012 年与 2014 年）	(90)
5.1	总体比较	(90)
5.2	分地区董事会治理指数比较	(93)
5.3	分所有制董事会治理指数比较	(95)
5.4	分行业董事会治理指数比较	(97)
5.5	分证券板块董事会治理指数比较	(100)
5.6	本章小结	(101)
第6章	董事会治理、产权性质与业绩预告准确度	(103)
6.1	理论分析与假设	(103)
6.1.1	文献回顾	(103)
6.1.2	研究假设	(105)
6.2	研究设计	(107)
6.2.1	变量定义	(107)
6.2.2	模型设定	(108)
6.2.3	研究样本和数据来源	(110)
6.3	实证检验	(110)
6.3.1	描述性统计	(110)
6.3.2	相关性分析	(111)
6.3.3	回归分析	(112)
6.4	本章结论	(117)

第7章 董事会治理、产权性质与风险控制	(119)
7.1 文献综述、理论分析与研究假设	(119)
7.1.1 董事会治理与风险控制的研究综述	(119)
7.1.2 理论分析与研究假设	(120)
7.2 研究设计	(121)
7.2.1 样本选择及数据来源	(121)
7.2.2 模型设定与变量定义	(121)
7.3 实证检验	(122)
7.3.1 描述性统计	(122)
7.3.2 多元回归分析	(123)
7.4 本章小结	(128)
第8章 董事会治理、证券投资与业绩波动风险	(129)
8.1 理论分析	(130)
8.2 研究假设	(132)
8.3 研究设计	(133)
8.3.1 模型设定与变量定义	(133)
8.3.2 样本选择与数据来源	(134)
8.4 实证检验	(135)
8.4.1 描述性统计	(135)
8.4.2 相关性检验	(136)
8.4.3 回归分析	(137)
8.5 本章小结	(139)
第9章 董事会治理、高管权力与在职消费	(140)
9.1 理论分析与研究假设	(140)
9.2 研究设计	(142)
9.2.1 模型设定	(142)
9.2.2 样本与数据来源	(143)
9.3 实证检验	(144)
9.3.1 描述性统计	(144)
9.3.2 回归结果	(145)
9.4 本章小结	(150)

第 10 章 董事会治理、过度投资与产能过剩	(151)
10.1 理论分析与研究假设	(151)
10.2 研究设计	(152)
10.2.1 模型设定与变量定义	(152)
10.2.2 样本选择与数据来源	(153)
10.3 实证检验	(154)
10.3.1 描述性统计	(154)
10.3.2 相关性检验	(155)
10.3.3 回归结果	(155)
10.4 本章小结	(160)
第 11 章 提升董事会治理水平的政策建议	(161)
11.1 强化董事会关键地位, 实现治理“形实俱备”	(161)
11.2 理清董事会和经营层职责, 树立契约意识	(163)
11.3 尊重董事会对 CEO 的独立选聘权, 强化市场选择	(164)
11.4 健全董事激励和约束机制, 规范董事会行为	(167)
11.5 规范独立董事选择, 优化董事会结构	(169)
11.6 本章小结	(171)
附表 I 2014 年中国上市公司董事会治理指数排名	(173)
附表 II 2014 年中国分行业上市公司董事会治理指数排名	(257)
参考文献	(342)
后 记	(349)

导 论

《中国上市公司董事会治理指数报告（2015）》是“中国公司治理分类指数报告系列”的第Ⅴ类第2部报告。迄今为止，北京师范大学公司治理与企业发展研究中心公司治理研究团队已经正式研制和出版六类14部公司治理分类指数报告，构建了国内最大规模的公司治理分类指数专业性数据库。

研究董事会治理的著述可谓汗牛充栋，以指数形式研究和评价董事会治理水平在国内也有若干机构，但以指数形式、拥有完整和客观的指标体系、评价标准全部公开且全样本（所有上市公司）评价董事会治理水平的，则只有我们一家。2013年，我们首次研制“中国上市公司董事会治理指数及数据库”，并出版了《中国上市公司董事会治理指数报告（2013）》，这是对董事会治理研究的一次富有创新的尝试，也是富有挑战性和风险性的一项评价研究成果。本年度，我们继续沿用2013年的指标体系和指数计算方法，开发了“中国上市公司董事会治理指数及数据库2015”，并对全部上市公司做了评价和比较。通过本次评价可以发现中国上市公司董事会治理水平的发展和变化。

一、何谓董事会治理

本报告认为，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。

董事会治理的主要内容包括：

- （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，也就是所谓的公司治理的股东价值观。美国学者布莱尔（Blair，

Margaret M. , 1995) 认为, 狭义的公司治理是“有关董事会的结构和权利, 或者是股东在董事会决策中的权利和天赋特权”。公司治理的股东价值观是由伯利和米恩斯 (Berle, A. A. and G. C. Means) 在其 1932 年的著作《现代公司与私有财产》中提出来的, 后来不少学者偏重于这一观点。

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, 这无疑是那个时代公司治理研究的局限性。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, 尽管理论上应该如此。于是, 20 世纪 80 年代之后, 有了更广义的公司治理。“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于其代理人董事会, 他们必须积极参与公司治理。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。

二、如何评价董事会治理水平

1. 现有董事会治理评价的缺陷

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。

第一, 重形式评价轻实质评价。高质量的董事会治理绝不仅仅满足于在形式上是否符合监管机构的相关要求, 而是在实质上是否实现了董事会的规范运作, 以及是否反映了其委托人的诉求。董事会治理的有效性主要不是体现在形式上, 而是体现在实质上。比如, 如果按照监管部门的规定, 中国上市公司都有很漂亮的董事会治理结构, 诸如董事选举、独立董事设置、两职分离、专门委员会设立等, 在形式上几乎没有多少瑕疵, 甚至超越预期; 但在实质上, 中国上市公司的董事会治理却是弊病百出 (从两次报告的评价结果都可以看出这一点), 在投资者保护尤其是中小投资者权益保护方面, 董事会实质性的作为并不多。

第二, 如前所述, 由于混淆了董事会治理与公司治理的概念, 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。如丁忠明 (2009) 设计的董事会治理指标体系中, 有诸如“股东大会”、“股东结构”、“监事会”等指标, 但这些指标并不是董事会治理的范畴, “股东大会”和股东结构属于股东治理的范畴, “监事会”属于监事会治理的范畴。还有人把股权结构纳入董事会治理中, 其实

“股权结构”很难判断属于哪个主体的治理，股权结构对公司治理有重要影响，但不是公司治理（包括董事会治理）本身。因此，董事会治理作为被评价的对象，必须回归“董事会治理”本身。简言之，“董事会治理”即指“董事会”这个主体是“如何实现治理”的，更进一步，它是如何作为股东代理人实现科学决策和对管理层进行有效监督的。基于董事会治理的对象，董事会治理评价指标体系的设计必须紧紧围绕“董事会”这个“治理主体”以及其运行的质量，而不能把“其他主体”的治理掺杂其中。否则，董事会治理评价就会在很大程度上失去客观性。

第三，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。董事会业绩是较难清晰的概念，于是在实际评价中，经常把董事会业绩等同于公司业绩，而公司业绩又等同于财务业绩。如果把董事会业绩等同于公司业绩，那么公司经营者的贡献何在？由于董事会与经营者是监督与被监督的关系，因此如果把董事会业绩等同于公司业绩，那无疑是把董事会等同于经营者，从而也就否定了二者之间监督与被监督的关系。

第四，一些指标或无法判断董事会治理的有效性，或不具有可操作性、主观性很强，难以对董事会治理的有效性做出判断。如“董事会规模”和“董事会会议次数”，到底多大、多少才算有效？“董事会文化”如何获取信息评价？依赖于问卷又如何避免主观性？因此，董事会治理评价要付诸实施就不能满足于理论上的完美程度，既要考虑客观性也要考虑可行性。

继而，需要分析由谁对董事会治理进行评价比较现实和客观，或者说董事会治理的评价主体应该是谁？从理论上说，董事会治理的评价主体应该是股东大会、监事会等利益相关者，尤其是股东大会，因为董事会是作为股东的代理人而存在的。但在公司治理评价实务中，由股东大会或监事会等利益相关者对董事会治理进行评价存在两个问题：（1）不具有现实可操作性。对于股东大会来说，个别或者部分股东不能代表全体股东对董事会实施公正的评价，而聚集全体股东的操作成本又很大且很难实现。尤其在“一股独大”、中小股东利益又缺乏相应法律维护（如集体诉讼）的情况下，董事会往往受控于大股东，股东大会往往就是“大股东大会”，此时由大股东掌控的股东大会不可能对同时由大股东控制的董事会做出公正和客观的评价。对于监事会来说，监事中的职工董事由于本身工作受董事会和管理层的领导，难以对董事会发挥监督作用；股东监事由于不具备专业知识，信息掌握也不充分，从而难以达到监督的目的。尤其是就中国的现状看，尽管监事会和董事会都是股东大会选举产生的，但实际上监事会是受制于董事会的一个机构。（2）评价结果不具可比性。由于利益相关者本身的利益存在，即便是相同的评价内容，也会有不同的评价标准，从而使评价结果缺乏可比性。从现实和客观公正的角度看，董事会治理评价主体应该是独立的、专业的第三方机构。

2. 从形式到实质：四个维度的评价

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于国际国际标准，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，以及是否设置审计、薪酬和提名委员会等方面衡量董事会成员构成和机构设置情况，以此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，独立董事中是否有财务专家、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 3 年的任职经历等方面衡量独立董事的专业素质和履职情况，以此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衡量董事会行为相关制度的建立和执行情况，以此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衡量董事激励和约束制度的建立和执行情况，以此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。

可以看到，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 2013 年对 2012 年度 2 314 家上市公司董事会治理的评价中，及格（60 分及以上）的公司仅 267 家，及格率仅 11.54%；在本年度对 2014 年 2 514 家上市公司董事会治理的评价中，及格的公司只有 149 家，及格率是 5.93%，比 2012 年度下降了近一半。如此之低的及格率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。

三、董事会治理评价的目的

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。具体说，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其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。在目前中小投资者受到大股东和经营者的侵害比较普遍的情况下，这种评价更具有现实意义。

(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。政府不能干预公司董事会的运作，但必须通过制度尤其法律制度，严禁董事会背离其委托人和公司的利益。

(3) 帮助公司了解自身董事会治理存在的问题，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。公司需要投资者的持续关心，而这种持续关心的维系需要董事会不断提高治理水平

(4) 帮助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，促使资本市场实现稳定发展并走向成熟。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。理论界需要对董事会治理的质量和效果进行研究，而研究结论是否符合现实需要大数据支持。

四、本报告的内容和特色

本报告以国际通行的董事会治理规范，同时参考中国既有法律和规定，设计了4个一级指标（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）、37个二级指标的董事会治理指数指标体系，在此基础上，运用科学的方法，计算了2014年2514家上市公司的董事会治理指数，并进行评估和排序分析。本报告是对中国资本市场开放以来上市公司董事会治理的第二次全面评估，在很多方面填补了国内外在董事会治理研究的空白，它构成了董事会治理有效性实证研究的重要基础，是公司提高董事会治理质量的重要依据，是监管机构制定公司董事会治理规范的重要参考。尤其是对于强化董事会决策和监督职责、建立规范的董事会治理标准、引导投资者尤其是中小投资者理性投资具有重要的参考价值。

1. 本报告主要内容

本报告主要包括十一个方面：

(1) 从形式到实质设计了全面、客观、可连续、可验证、可重复的指标体系，由此计算出来的董事会治理指数具有科学性、可靠性和可比性。据此，公司可以发现董事会治理的不足和潜在风险，促使公司实现规范的董事会治理；投资者尤其是中小投资者可以发现具有更大投资价值 and 更低投资风险的投资对象；监管机构可以发现资本市场中潜在的风险点，并及时予以矫正，从而为投资者尤其是中小投资者创造更好的投资环境。

(2) 全样本、全方位评估了中国上市公司董事会治理水平。本报告从总体以及地区分布、行业属性、所有制性质及上市板块等多角度，全面评价了中国沪深两市所有上市公司的董事会治理水平。研究发现，中国上市公司董事会治理指数基本符合正态分布，董事会治理水平整体偏低，及格率仅为 5.93%，提升空间非常大；董事会治理指数的区域间差异不很明显；金融业董事会治理水平最高，卫生和社会工作行业董事会治理水平最低；深市中小企业板上市公司董事会治理水平最高，深市创业板上市公司董事会治理水平最低；ST 公司董事会治理水平整体低于非 ST 公司。

(3) 从董事会结构、独立董事独立性、董事会行为和董事激励与约束等四个方面分项全面评估了中国上市公司董事会治理水平。其中前两个分项侧重从形式上评价，后两个分项侧重从实质上评价。研究发现，相对来说，在四个分项指数中，独立董事独立性分项指数最高，董事会行为分项指数最低，居中的是董事会结构分项指数和董事激励与约束分项指数。总体上看，四个分项指数分布都比较集中，偏形式的独立董事独立性分项指数得分远高于偏实质的两个分项指数得分。不过，偏形式的董事会结构分项指数也比较低，低于偏实质的董事激励与约束分项指数，但高于偏实质的董事会行为分项指数。四个分项指数都没有达到及格水平，董事会治理各个方面都需要大力提高。

(4) 比较分析了国有控股与非国有控股上市公司的董事会治理水平。研究发现，随着第一大股东中国有股持股比例的降低，董事会治理指数呈现“倒 U”型关系。这说明，适度降低股权集中度可能是提高公司董事会治理水平的比较有效的方式；国有控股公司董事会治理水平略优于非国有控股公司；地方国有企业董事会治理水平略优于中央企业；从区域和行业看，除东北外，其他三个区域的国有控股公司董事会治理水平都好于非国有控股公司，绝大部分省份和行业的国有控股公司董事会治理水平都好于非国有控股公司。

(5) 比较分析了 2012 年和 2014 年董事会治理水平的变化。研究发现，从总体来看，2014 年中国上市公司董事会治理水平有所下降。其中，除董事激励与约束分项指数有所上升外，董事会结构、独立董事独立性和董事会行为三个分项指数都下滑，尤其是董事会行为分项指数下降幅度较大，达到 4.7680 分。需要引起关注的是，创业板上市公司董事激励与约束分项指数大幅提升。

(6) 深入分析了董事会治理、产权性质与业绩预告精确度的关系。研究发现，董事会治理对公司业绩预告准确度具有负向显著影响，在国有控股公司中，董事会治理对公司

绩效的负向影响会增强。具体到董事会治理四个分项指数，董事会结构、独立董事独立性对公司业绩预告准确度具有负向影响，董事会行为和董事激励与约束对公司业绩预告准确度的影响不显著。因此，仅从形式上加强董事会治理，并不能真正有效地制约管理者，反而会促使管理者愈加利用投资人与管理者之间的信息不对称，以谋取自身利益最大化。

(7) 深入分析了董事会治理对公司经营风险控制的影响。研究表明，总体上看，董事会治理对企业经营风险控制有一定作用，但没有显著影响。进一步研究发现，独立董事独立性的提高能有效抑制企业的经营风险。进一步的研究表明，随着上市公司经营风险的增加，独立董事独立性对经营风险的抑制作用越来越显著。当经营风险较低时，董事会结构的完整反而促进了公司经营风险的提高。

(8) 深入分析了董事会治理、证券投资和业绩波动风险的关系。研究表明，上市公司证券投资行为的确可能加大企业的业绩波动风险。整体而言，通过董事会治理行为，能够有效抑制证券投资行为带来的经营风险。其中，董事会结构的完整性在抑制业绩波动风险方面具有重要意义。这说明，规范上市公司董事会治理，重视董事会结构的完整性和合理性，强化董事会监督机制，对企业经营的稳健发展具有重要意义。

(9) 深入分析了董事会治理、高管权力与在职消费的关系。研究表明，中国上市公司董事会治理水平越高，其通过限制高管权力降低在职消费的能力也就越强；分项指数的回归结果则表明，规范的董事会行为和适当的董事激励与约束能够有效地控制高管权力从而降低在职消费；非国有控股公司董事会通过限制高管权力进而控制在在职消费的作用机制要明显强于国有控股公司，而且这一作用效果主要是基于独立董事独立性、董事会行为的完善和适当的董事激励与约束机制。

(10) 深入分析了董事会治理和过度投资对产能过剩的影响。研究发现，制造业上市公司的过度投资会显著加重产能过剩。董事会治理在过度投资与产能过剩的正向关系中发挥了抑制作用；国有控股公司董事会治理能够有效抑制由过度投资引起的产能过剩，而非国有控股公司董事会治理的作用并不明显。

(11) 基于本报告大数据以及理论和实证分析，提出了提升董事会治理水平的政策建议。报告从董事会治理“形实”统一，理清董事会和经营层职责，选聘总经理的权力回归董事会，健全董事的激励与约束机制，规范董事会行为，市场化选择独立董事，建立独立董事的声誉机制和市场约束机制等方面，同时结合国有企业发展混合所有制的现实需求，提出针对性建议。

2. 本报告主要特色

本报告的主要特色包括以下七个方面：

(1) 指标体系设计借鉴国际通行的董事会治理规范。全球经济一体化是世界经济发展的趋势，中国也有越来越多的企业走向海外或国外，与全球市场融为一体。同时，各国公司治理（包括董事会治理）尽管有自己的特点，但趋同的方面越来越多，发达国家长期以来形成的规范的公司治理，正逐渐演化为国际通行的治理规范。