

中文摘要

中国公司治理机制变迁

良好的公司治理至关重要，但良好的公司治理并非一蹴而就。

过去 50 多年来，中国经济经历了一个计划经济和其后向市场经济转轨的漫长曲折过程。与整体经济制度发展相适应，中国的企业治理机制也发生了较大的变化。这种变化大致可划分为三个阶段：1978 年以前的行政治理时期，1978—1992 年的计划与市场并行的双轨治理时期，以及 1993 年至今的现代企业（公司）制度构建时期。

中国的以股份制公司为平台的治理结构改革在 1990 年代初开始展开。不少国有企业改制后纷纷上市，到 2002 年底在中国沪、深证券交易所上市的公司已达 1 223 家。

随着公司治理逐渐成为一场全球化的运动，中国在世纪之交也开始格外强调公司治理机制的意义。上海证券交易所于 1990 年代末即全面、深入地开展了对上市公司治理问题的研究，并于 2000 年 10 月推出了《上海证券交易所上市公司治理指引》。这是中国第一份全面、系统、具有很强针对性和可操作性的规范上市公司治理机制的指导性文件。

2001 年上半年，基于上海证券交易所的有关工作，中国证监会也开始着手起草适合中国上市公司的治理准则，上海证券交易所则进一步积极参与了该项工作。2002 年 1 月，中国证监会和国家经贸委联合发布了《上市公司治理准则》。该《准则》是我国第一份有强制约束力的关于上市公司治理的全面性的行政规章。2002 年中国证监会和国家经贸委以《准则》为基础对中国 1 100 多家上市公司进行了全面的公司治理机制检查。2002 年也因之被称为“公司治理年”。

近十年来，中国上市公司治理经历了一个逐步加快推进的过程。

然而 由于目前中国上市公司大部分系由国有企业转制而来 中国证券市场乃转轨经济条件下的一个新兴市场，公司治理机制的健全和完善只是刚刚实质性地起步 因此 上市公司治理不可避免地还存在着诸多问题。下面将重点探讨当前中国上市公司治理取得的主要进展和存在的重要问题，并基于这些问题提出相关的改革措施与政策建议。

中国上市公司治理改革十大进展

20 世纪 90 年代中后期以来，中国各界开始格外关注公司治理在公司运作中的重要意义。立法与执法机构、监管机构、有关自律组织先后出台了一系列改善上市公司治理机制的规则，上市公司治理正在开始走向规范。概括起来，近年来，中国上市公司治理取得的主要进展有如下十个方面。

1. 政府角色重新定位

中国市场经济脱胎于传统的计划经济，因此政府在企业公司治理中无可避免地担当着重要角色。一方面，作为社会公共职能部门，政府颁布相关法律、法规，制定和推行特定的游戏规则，对社会经济运作过程进行管制，对企业的公司治理提出正式的制度化要求，并监督实施；另一方面，作为企业的主要出资人，政府又担当着举足轻重的所有者角色。这两方面角色的重叠和冲突，以及政府作为追求政治目标的政治机构在实施所有者职能方面的无效率，对公司治理质量具有显而易见的消极影响。为了减少政府系统的角色冲突和提高国有企业的运行效率，中国的国有资产管理体制在不断改革、不断试验和排除错误的过程中不断探索新的途径。

1978 年以后的国有企业改革 重点是在保持国有的前提下 以“放权让利”和减少政府直接控制为指导思想，引入一定的市场因素和激励机制，力图使企业变成“自主经营、自负盈亏”的独立经济实体。1987 年 政府开始实施以“厂长经理负责制”为基础的多种形式的“承包责任制”。与此同时，为了扩大股权融资基础，1984 年 国家开始尝试对一些企业进行股份制改造。1990 年末，随着上海和深圳证券交易所

的相继成立，一些股份制企业相继在交易所上市，进一步推动了企业所有权的多元化。

1993年11月，中国共产党第十四届三中全会通过了《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，提出了“现代企业制度”的概念，强调国家所有权与企业经营权分离，同时鼓励“私营、个体和外资企业”在内的多种所有制共同发展。随后，1993年12月颁布的《公司法》为建立现代企业制度提供了法律支持。1995年国务院选择100家大型企业作为公司化试点到1996年底大约5800家国有工业企业完成了公司化改造。在上市公司中，政府通过国有控股地位和国有股不流通，仍旧保持着对企业的控制。1997年9月召开的中国共产党第十五次全国代表大会提出了“抓大放小”的改革方针，鼓励通过兼并组建大型的企业集团，并通过重组、改制等方式增强小型国有企业的活力。

2002年11月8日，中共十六大报告确立了国有资产管理体制改革的新方向。报告提出“国家要制定法律法规，建立中央政府和地方政府分别代表国家履行出资人职责，享有所有者权益，权利、义务和责任相统一，管资产和管人、管事相结合的国有资产管理体制”；“关系国民经济命脉和国家安全的大型国有企业、基础设施和重要自然资源等由中央政府代表国家履行出资人职责。其他国有资产由地方政府代表国家履行出资人职责”；“中央政府和省、市（地）两级地方政府设立国有资产管理机构”等原则。2003年3月10日，十届全国人大一次会议第三次会议经表决，通过了关于国务院机构改革方案的决定；4月6日，国家国有资产监督管理委员会正式挂牌成立。新的国有资产管理体制改革在国资管理职能和社会公共职能分离方面迈出了关键一步，无疑将为政府在微观经济运作和公司治理中的准确定位奠定了制度基础。

2. 法律与监管环境持续改善

《中华人民共和国公司法》是目前规范中国公司治理的基本法。它是在国家体改委1992年5月发布的《股份有限公司规范意见》和《有限责任公司规范意见》的基础上形成的，并于1994年7月1日开始正式施行。该法奠定了中国目前公司治理机制的基本架构和内容。1998年12月29日颁布的《中华人民共和国证券法》则进一步确立了

证券市场的公开、公正、公平的‘三公’原则和保护投资者利益的原则，为中国公司治理机制的完善提供了进一步的法律基础。但是，囿于立法时的观念与实践，《公司法》和《证券法》明显存在着诸多不足。例如，缺乏对控股股东滥用有限责任原则时应采取的遏制措施，对中小股东保护不足，过于强调倚重行政监管手段对市场主体不规范行为实施直接限制等。

为了适应实践变化和企业发展的要求，在修改现行法律之前弥补其不足，中国还颁布了大量的与公司治理有关的配套规定。如1994年国家证券委和国家体改委根据《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》制定了《到境外上市公司章程必备条款》中国证监会先后颁布了《上市公司章程指引》、《上市公司股东大会规范意见》、《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》以及大量的信息披露和其他规定 财政部于1999年颁发了《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》；中国人民银行颁布了《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》等等。

2002年是中国上市公司治理年，作为整体工作的一个组成部分，公司治理的法律和监管环境建设也取得了重大进展。最高人民法院相继出台了《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》和《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》，中国证券民事赔偿机制的建设终于开始起步。最高人民法院发出的《关于审理企业破产案件若干问题的规定》，也为通过改进破产清算机制来强化公司治理的外部约束奠定了基础。2002年中国证监会和原国家经贸委联合颁布的《上市公司治理准则》，则成为中国企业推进公司治理实践的纲领性文件。

3. 大股东侵占上市公司利益现象受到抑制

近几年来 为防止大股东侵占上市公司的利益 中国证监会和有关政府机构先后制订了相关规则，要求控股股东不得以任何理由侵占上市公司利益。

在关联交易方面 财政部1997年颁布的《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》和中国证监会、国家经贸委2002年颁布的《上市公司治理准则》均要求公司必须对关联方交易予以披露，并确保

交易价格的公允，独立董事应就此发表独立意见。

中国证监会 2000 年 6 月发布的《关于上市公司为他人提供担保有关问题的通知》，明确要求上市公司不得以公司资产为本公司的股东、股东的控股子公司、股东的附属企业或者个人债务提供担保。证监会要求上市公司实现“三分开”“五分开”（指上市公司与对其具有实际控制权的法人或其他组织及其他关联企业在人员、资产、财务、业务、机构上互相分开）并要求上市公司自 2000 年起在年报中详尽披露相关信息。一些上市公司也据此要求大股东偿还被占用的公司资产，有些甚至对簿公堂，对大股东的不法侵占公司资产行为提起诉讼。

此外，代理投票权征集的开展也对大股东和公司内部管理者行为起到了一定的制约作用。

4. 董事会独立性和重要性增强

随着监管机构与自律组织对董事会独立性日益重视，中国上市公司董事会的独立性和重要性近年来取得了较大的改善。

首先，越来越多的人士逐渐认识到董事会独立性与有效运作在公司治理中的重要性。一些公司已开始改善其董事会的结构与功能，日益强调公司董事会在公司治理中的核心地位。

其次，董事会的独立性显著增强。有关规则明确要求董事在存在利益冲突时应回避表决，并要求独立董事介入。根据中国证监会 2001 年 8 月发布的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，上市公司纷纷聘请了有关人士担任公司的独立董事。根据该规定，在 2003 年 6 月 30 日前，上市公司董事会成员中应当至少包括 1/3 的独立董事。尽管中国上市公司独立董事缺乏足够“独立”性是一种并非鲜见的现象，但越来越多的独立董事开始发出独立声音，对维护董事会的独立性起到了一定的作用。此外，一些上市公司董事会设立了多个董事会下属专业委员会如投资委员会、审计委员会、财务管理委员会、战略委员会等，以独立行使董事会的某些专业职能。

5. 新的激励机制在探索中前行

在现有法律规定下，中国企业在改革激励机制方面主动地进行了大量的探索。早在 1990 年代中期，中国的一些企业就尝试推出了经营

者年薪制度。之后，一些上市公司开始在股权激励方面率先迈出了探索和改革的步伐。目前，中国上市公司已经实施的股权激励主要有以下四种代表性的做法：（1）用部分奖金购买二级市场流通股模式；（2）虚拟股票模式，如根据公司管理层的业绩考核结果和奖励规则，奖励一定量的虚拟股票，根据当时股票市价折算为发放给公司管理层的奖励额；（3）奖励绩效股份模式，如公司提取部分年度净利润，作为公司董事会成员、高层管理人员及有重大贡献的业务骨干的激励基金，但该基金只能用于为激励对象购买本公司的流通股股票并作相应冻结；（4）强制购股并锁定模式，如要求公司高管必须持有有一定数量的公司发行在外的社会公众股。

实行高级管理人员和员工的持股计划，从股权关系上使经营者和所有者的利益紧密联系起来，从而有利于提高高级管理人员和员工的努力水平，增进股东价值。

6. 公司控制权市场起色明显

近年来，中国公司控制权市场取得了一定的进展。中国的公司并购额在过去5年内以每年70%速度增长，已成为亚洲第三大并购市场。就上市公司并购而言，自从1993年9月“深宝安”收购“延中实业”事件掀起了中国公司控制权市场的序幕后，上市公司控制权转让数量逐年上升。根据2002年证监会和国家经贸委对公司治理调查的结果，共有338家公司（约占总数的30%）在上市后通过非流通股股权转让发生过控制权转移。

2002年10月，中国证监会颁布《上市公司收购管理办法》，为公司控制权市场的运作和进一步发展提供了良好的制度架构。该《办法》确定了各种收购主体的平等的市场地位，并可通过协议收购或要约收购的方式实现对上市公司的控制。非流通的国有股和国有法人股的可转让，进一步拓展了上市公司控制权市场基础。随着证监会一系列并购重组政策措施的出台，上市公司并购逐渐走向具有长期效应的战略性并购。

2002年11月，中国证监会、财政部和国家经贸委联合发布《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》，允许向外商转让上市公司的国有股和法人股。至2003年5月，沪深市场已有84

家上市公司拥有非流通的外资法人股，其中沪市 52 家，深市 32 家。活跃的外资并购亦将推动中国公司控制权市场的发展。

7. 机构投资者规模迅速扩大

自 1998 年以来，在一系列政策的鼓励和培育下，中国证券市场机构投资者队伍迅速壮大，尤其是证券投资基金获得了空前发展。根据当前中国证券市场对机构投资者的分类，机构投资者可分为五类，分别为证券投资基金、养老基金、保险公司、证券公司及其他法人投资者。机构投资者已逐步发展成为证券市场的中坚力量，在公司治理中的积极作用开始显现。

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。目前，多家中外银行和国际投资机构已通过批准分别获得 QFII 托管人和 QFII 的资格。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和持续经营能力，其进入中国证券市场将对股权市场效率和公司治理水平的提高产生积极影响。

8. 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。

9. 自律组织和中介机构作用上升

伴随着市场经济的成长,中国会计师事务所行业快速发展,会计审计领域的改革进程不断加快。1999年,为保证独立性、专业性、公正性,中国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和大型国有企事业单位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。2002年底,中国共有会计师事务所4300余家,其中的71家可从事证券、期货相关业务。2002年,负责会计标准制定的财政部对会计准则作出了一系列重大调整,使之更接近国际会计准则(IAS)。截止到2002年底,中国先后制定了五批共46项独立审计准则,包括序言、基本准则、具体准则、实务公告和职业规范指南,初步建立了独立审计准则体系。在上市公司财务报告审计实践中,自1993年起,中国上市公司财务报表审计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。

此外,一些自律组织与行业组织也开始积极参与改进中国上市公司治理的进程之中。2000年10月,上海证券交易所在为时两年的广泛调查和研究的基础上,拟定并颁布了《上海证券交易所上市公司治理指引》。这是中国第一份全面、系统、具有很强针对性和可操作性的规范上市公司治理机制的指导文件,弥补了在自律组织层面上中国公司治理制度建设的空白。上海上市公司董秘协会也拟定了《董事会战

略委员会实施细则指引》、《董事会提名委员会实施细则指引》、《董事会薪酬与考核委员会实施细则指引》等。

10. 信息披露形式上渐趋完善

随着中国证券市场不断走向成熟，信息披露对证券市场健康发展及公司治理的重要性已越来越受到证券监管部门高度重视。经过证券监管部门近几年的努力，中国在信息披露制度建设和信息披露水平提高方面已取得了显著进展。主要表现在：

一是在信息披露规则体系方面，中国已形成了以《证券法》为主体，相关的行政法规、部门规章等规范性文件为补充的多维度、多层次的上市公司信息披露制度框架。在信息披露内容、信息披露手段等方面都进行了巨大的改进和作出了详尽的规定。特别是公司上市核准制实施以来，中国证券市场以强制性信息披露为核心，贯彻高质量的信息披露理念，对信息披露规则进行了大规模的修订和发布，强调上市公司信息披露的真实性、准确性、完整性和有效性。

二是在信息披露标准方面，中国一方面加紧具体会计准则的制定工作，另一方面统一了传统的分行业会计制度。中国会计准则与国际会计准则的差异正在不断缩小。

三是信息披露对改善治理的重要性已越来越受到重视。就上市公司内部而言，监管机构一方面要求上市公司建立完善的信息披露内部实施机制和制约机制，保证信息披露的真实性、准确性、完整性和及时性；另一方面还要求上市公司通过单独披露公司治理的相关信息，提高公司治理的透明度。

中国上市公司治理八大基本问题

随着中国证券市场发展与规模的壮大，中国上市公司治理也经历了一个逐步走向规范的发展过程。然而 必须指出的是 由于目前中国上市公司大部分系由国有企业转制而来，而且中国证券市场还是一个新兴市场，上市公司治理机制的健全和完善还只是刚刚起步，因此，上市公司治理不可避免地还存在着诸多问题。概括起来，中国上市公司

治理存在的基本性问题有如下八个方面。

1. 股权结构不合理

中国上市公司的股权结构主要由国家股、法人股和公众股三大部分组成。其中，国家股和法人股不能在证券二级市场进行公开交易，因此也被称为非流通股。社会公众股包括 A 股（以人民币发行且在中国内地交易所上市交易的股份）、B 股（以美元或港币发行且在中国内地交易所上市交易的股份）和境外外资股（以外币发行且在境外交易所上市交易的股份）。

中国上市公司股权结构的突出特点是 流通股的比重非常低 绝大部分股份不能上市流通。非流通股份占上市公司总股本的比重达三分之二，可上市交易的股本约为三分之一。大部分公司的非流通股比重在 60%—80% 之间，个别公司甚至达 90%。约 6% 的公司的非流通股本比重低于 40%，只有 0.4% 的上市公司没有非流通股。此外，由于中国绝大部分上市公司系由国企改制而成，因此，未上市流通的国家股比重高达 45% 以上，有些上市公司甚至接近 90%。平均而言，总股本越大的公司，其国有股比重也越高，这说明，大型上市公司仍然未能完全摆脱国有企业的性质。

中国上市公司股权结构的第二个特点是非流通股过于集中，导致“一股独大”。2001 年底，中国 A 股上市公司第一大股东的持股比例平均在 44.26%，40% 以上的中国 A 股上市公司第一大股东的持股比例超过 50%；前 5 位股东的合计持股比例超过 50% 的上市公司占全部中国 A 股上市公司的比重高达 74.4%。在截至 2003 年 6 月 20 日已披露 2002 年年报的沪市 734 家上市公司中，2002 年底第一大股东控股比例高于 50% 的有 300 家，占总数的 40.9%，介于 30% 和 50% 之间的有 241 家，占总数的 32.8%，734 家上市公司第一大股东控股比例的算术平均数为 44.3%。

中国上市公司股权结构的第三个特点是流通股过于分散，机构投资者比重过小。据统计，在 2002 年末上海证券交易所 3 500 万个股票账户中，个人投资者的比重高达 99.5%，机构投资者开户数的比重仅占 0.5%。

中国上市公司股权结构的第四个特点是上市公司的最大股东通常

为一家控股公司，而不是自然人。由于中国大部分上市公司系由企业（包括国有企业、集体企业和民营企业）分拆上市而成——实际上是由国家法人发起人将其原有部分资产转换成上市公司的非流通股权，原企业则作为上市公司的控股公司而平行地或以金字塔式的结构而存在。

以上中国上市公司不合理的股本结构特点导致如下多方面的问題：一是由于国家股股东权利的执行机制不健全，结果要么导致政企不分，政府在行政上对国有上市公司干预过多，企业目标政治化，要么导致股东监督真空，造成上市公司内部人控制，内部人滥用股东资产和公司资源，利用公司控制权追逐私人收益，企业目标偏离股东价值最大化；二是平行式的或金字塔式的控股结构刺激和便利了大量的损害上市公司利益的关联交易，刺激和便利了控股股东借助控股公司“掏空”和侵害上市公司；三是股权过于集中不利于经理阶层在更大范围内接受多元化产权主体对企业经营活动的监督和约束，从而使小股东的利益和董事会的独立性得不到保障；四是流通股股权高度地分散于个人股东之中，使得公众股东对上市公司缺乏有效的直接控制力，公众股东在公司治理过程中无法发挥直接作用；五是由于流通股的比重过低，股权市场严重分割，敌意收购和接管难以进行，公司控制权市场的运作效率、运作质量和运作空间受到严重限制；六是大部分股权不流通，导致股票二级市场价格信号和价格形成机制扭曲，阻碍股权市场有效竞争和合理配置资本，导致公司融资行为扭曲，出现异常的融资优序偏好。

2. 政府职能“缺位”、“越位”和“错位”

迄今为止，市场经济在中国的发展，主要是基于政府改革措施自上而下逐步推进的结果。这种推进是在计划经济体制下起步的，因而从一开始就不可避免地带着政府主导的色彩。这不仅表现为政府调控经济的措施与手段具有很强的行政性特征，而且在国家经济决策层面上体现为还没有完全摆脱对传统的行政控制路径的依赖，没有准确地确定政府在公司治理中的定位，经常出现社会公共管理职能同所有者职能之间的角色混淆。

首先从委托代理的角度看，国有企业区别于私人企业最明显的特征是，国有企业的直接委托人是非人格化的“国家”，或者说是政府。

国有企业名义上为全民所有，而实际控制权在政企不分的情况下则掌握在相关政府机构和官员的手中。这些政府机构和官员并非企业的最终股东，他们对企业的成败并不承担经济责任，他们的行为通常基于政治动机和个人效用最大化，而不是股东价值最大化，因此存在着事实上的所有者“缺位”问题和行使公共管理职能的政府机构越俎代庖问题。

其次，同私人企业的股东不同，国家作为出资人对国有企业经营决策的干预是通过若干政府部门分别实施的，因此无法避免政府利用行政手段超越出资者职能，去直接干预企业的经营决策，使企业承担过多的社会职能，导致经营目标多元化。并且，企业经营者选聘往往不是基于经理人市场竞争和工作业绩，而是基于同有关政府领导官员之间的“关系”，由党的组织部门和政府人事部门进行考核。由于政府官员并不是真正的股东，因此不必为选错企业经营者而承担后果，也就无法保证真正有经营才能的人成为企业管理者。行政筛选机制也使企业经营者注重个人的政治前途，发展同政府官员之间良好关系，而不能专注于提高公司经营业绩和发展公司的核心专长。政府职能的错位导致企业资源的错误配置和企业运作的扭曲。

第三，国有企业的出资人职能长期由多个政府部门分头负责，这种局面被形容为“九龙治水”。这种多头行使所有者职能的国有资产管理体制存在着许多弊端。首先，对企业来说，过多“婆婆”的存在，意味着每项重大决策的批准都需要经过繁杂的审批程序和漫长的等待时间，造成决策成本过高，决策过程迟缓，企业的运作和发展障碍重重。其次，由于分工不明确，每个政府部门都对企业发号施令，导致企业在决策上无所适从；第三，各部门对企业提出的建议皆分别拥有“一票否决权”，谁都可以轻易地对企业说“不”，但谁都不对企业负责，谁都不对企业经营的成败真正地承担最终责任，这种无需负责的权力行使极易导致“廉价”否决权，导致权力的滥用。第四，这种多头负责，在转轨时期也可能转向另一极端，即没有任何政府机构对企业行使所有者职能，结果造成内部人控制，内部人利用所掌握的公司控制权最大限度地牟取一己私利。

2003年，中国着手实施新的国有资产管理体制。该项改革旨在实现政府的社会公共职能和所有者职能的彻底分离，但在具体操作层面上还面临着许多细节问题。第一，在统一所有的前提下，如何明确界定

中央和地方行使所有权的界限？第二，由于国有资产的规模过于庞大，例如目前属于国家国资委监管的中央企业 196 家，它们的总资产为 6.9 万亿元，国资委如何保持有效的监管跨度和组织层次？第三，未来的国有资产管理机构，应如何处理同国家发展和改革委员会、财政部、商务部、证监会和国家社保基金等其他社会公共职能部门的关系？第四，国资管理机构如何准确、到位地对企业行使出资人权力？第五，国有资产管理机构如何“管人”？第六，国有资产管理机构自身的人员选拔、激励和约束机制如何设计？第七，国有资产管理机构既是国有资产管理的相关游戏规则的制定者，又是执行过程中的参与者，既是“裁判”，又是“球员”，如何避免和消除其中的角色冲突？如何有效地监督“监督者”？第八，在地方行使所有权的情况下，在资本收益最大化与地方政府利益最大化相冲突的情况下，如何避免资本市场和有关资源配置的条块分割？以上八个方面的问题如果不能得到妥善解决，国有企业公司治理仍将难以达到预期的目标。

3. 法律自我实施机制尚不健全，投资者诉诸司法救济仍存障碍

尽管中国公司治理的法律与监管环境已经有了明显改善，但法律与监管架构远未成熟。在实践中，对上市公司内部人的不当行为和证券市场中的不当行为的惩处，表现为重行政责任和刑事责任，轻民事责任，过度依赖政府规制和政府行动，以投资者的民事诉讼行动为基础的法律自我实施机制极不健全，投资者的司法救济障碍重重。这些问题突出地表现为以下四个方面。

(1) 近些年虽然先后颁布了《公司法》、《证券法》并修订了《刑法》。国务院主管部门也先后颁布了《股票发行与交易暂行条例》和《禁止证券欺诈行为暂行办法》，但这些法律法规中对证券市场违法违规者的惩戒偏重于行政处罚和刑事制裁，相对忽视了违法违规者的民事责任和民事赔偿，未采用程序性和实体性的法律条文对民事诉讼做出可操作的规定，使投资者在遭遇证券侵权后难以运用民事诉讼手段维护自己的正当权益。

(2) 2003 年 1 月 9 日发布的司法解释《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》所针对的只是因虚假陈述引发的证券侵权民事赔偿，而投资者就内幕交易、市场操纵、

内部人对上市公司利益的恶意侵害等诉因而提起的证券侵权民事赔偿诉求则缺乏明确、具体、可实施的法律依据的支持 即使起诉也不会被人民法院受理。投资者诉权方面存在的这种不完整情况，直接导致其正当权益无法得到全面而有效的保护，对证券市场违规行为的惩戒也因法律实施不完全和不彻底而难以起到应有的威慑作用，证券市场秩序无法通过责任主体完整地承担过错责任来得到有效改善。

(3)在证券侵权行为的处置过程中，往往以行政行动代替法律约束 或者像上述最高人民法院发布的司法解释那样 将行政部门的处罚决定和法院的刑事判决设定为法院受理的前置条件，大大地限制了投资者通过法律手段维护自身权利，使不少受害的投资者难以获得有效的司法救济。

(4)投资者可运用的民事诉讼形式和司法救济途径不足。目前，在成熟市场经济国家行之有效的集体诉讼（亦称集团诉讼）和股东代表诉讼方式尚未引入到中国法律条文和证券侵权民事赔偿案件的审理实践中。在本应采用集体诉讼但法院不接受集体诉讼的情况下，投资者的诉讼成本将显著增加，诉讼效率和净收益显著下降，使司法救济大打折扣，削弱投资者的诉讼意愿和动力，并会减少获得民事赔偿的投资者的数量，降低过错者的民事赔偿额，从而事实上对过错者起到了一种鼓励作用。缺乏股东代表诉讼的后果则在于，在民事诉讼首先使得上市公司支付民事赔偿额而为控股股东、公司管理层等内部人的违法行为“买单”的情况下，无法通过代表诉讼追究最终责任人的民事责任，直接损害了公司和全体股东的利益，导致过错者不必承担与自己的过错相当的责任，甚至根本不用承担任何民事责任，他们的违规私人成本大大降低。

4. 公司运作的内部人控制和关键人模式

内部人控制是中国上市公司治理结构的主要特征之一。由于缺乏有效地监督和控制内部人的机制，包括控股股东和公司管理层在内的内部人通常保持着对公司的超额控制，极易出现偏离公司最佳利益而追求控制权私人收益的败德行为和机会主义行为。追求控制权私人收益的“典型”做法包括 第一、通过各种形式的不公平的关联交易 转移与侵蚀公司利润和资产 如控股股东巨额占用上市公司资金 大股东以

对公司不利的价格向公司出售商品、“服务”和含有“水份”的资产 第二、通过存在利益冲突的自我交易，中饱私囊，从公司捞取额外“好处” 损害公司利益而自肥 以致常常出现“穷庙(公司)富方丈(内部人)”现象 如高额的在职消费 以及管理层自我决定自己的高报酬 即使公司亏损严重 报酬水平却在迅速上升等 第三、通过利润操纵、财务作假等手段虚构公司盈利水平取得公开融资资格，抬高 IPO 价格和二级市场价格，进行内幕交易，通过欺骗公众投资者来获取巨额私人收益 第四、“借花献佛” 利用公司资源去发展私人关系 如在公司内外大搞“裙带关系” 任用人员时 只认关系和个人“背景”而不认人。

在股权集中的情况下，当控股股东为私人或企业时，内部人控制往往与家族企业现象结合在一起，当控股股东为国家时，内部人控制往往又与政企不分现象伴随在一起，国家对企业进行的大量直接干预和政治控制通常与公司价值最大化的要求相悖。

在公司运作过程中，与内部人控制并肩而行的是关键人模式。关键人成为公司的“太上皇”、“一人独大” 大权独揽 在公司决策中 能够“一个人说了算” 有较大的任意权力 并且常常集控制权、执行权和监督权于一身。关键人通常为公司的最高级管理人员或控股股东的实际控制人。

内部人控制和关键人模式导致公司决策和公司运作以内部人和关键人为中心，内部人能够轻易地控制和操纵公司股东大会、董事会和监事会 使它们变成缺乏效力、徒具形式的“橡皮图章” 难以起到对内部人和关键人的制衡作用。

5. 以市场为基础的外部治理机制发育不全

开始于 1970 年代末期的改革开放，使中国由传统的计划经济转向现代市场经济。现代市场经济体系犹如一个极为复杂、精巧的有机体，它的成长和成熟需要时间。中国现阶段市场机制的不成熟，使得以市场为基础的公司外部治理机制发育不全，难以充分发挥市场的优胜劣汰功能。

在资本市场上 首先 公司控制权市场发展严重滞后。公司股权结构高度集中，“一股独大” 国有股运作过程政商不分 履行国有股所有者职能的政府机构和控股股东的行为严重地偏离股东价值最大化原

则，上市公司三分之二股份不流通，股票二级市场价格扭曲，造成股权市场竞争不足和高度分割，公司控制权市场效率过低，透明度差，黑箱操作现象较为普遍，信息成本和操作成本高，操作的专业化程度和专业化水准低，市场运作的制度障碍较多。股权市场竞争不足，使得以财技为基础、仅有短期效应的报表重组在公司并购过程中能够大行其道，具有长期效应的实质性的战略重组在数量上极为有限。股权市场分割，非流通股的协议转让成为公司控制权转移的主要途径，加剧了公司并购过程中收购者与公众股东之间的利益差异，收购者往往借助并购追逐公司控制权的私人收益，在股票二级市场上甚至存在着利用收购的非公开信息进行市场操纵和内幕交易的现象。

其次，债权人治理机制极不完善。在信贷市场和公司债券市场上，由于（1）在信贷市场上占支配地位的国有商业银行仍然在一定程度上是政府的附属物，公司治理结构不完善，不能真正基于商业化原则运作，在决定贷款发放与回收上独立性不足，内外部信用风险控制机制较差，作为整体的银行部门的健全程度较弱；（2）公司的破产清算，通常由作为公司大股东的政府机构主导，而不是由债权人主导，最终的破产清算安排常常损害债权人利益，明显地对债权人不公平；（3）一种借钱赖账不还的社会文化和实践到处泛滥，包括转移公司资产后恶意地进行公司破产以逃避公司债务因此在这样的市场环境中，债权人的权利缺乏保障，在债务人的公司治理过程中，债权人的约束被软化，难以有效地产生作用。

第三 机构投资者作用很小。迄今为止，中国股票市场是一个以散户为主的市场，价格水平波动剧烈，市盈率、交易换手率、系统性风险较高，追涨杀跌的羊群行为和政策市特征明显，公司上市后业绩普遍逐年下滑，盈利能力十分不稳定。同时，由于股权市场割裂，股票供求关系和定价机制受到进一步扭曲，以致二级市场上不少公司股票的长期投资风险很高，投资者持股时间极短，长期价值型投资的空间极为有限。这些因素导致投资者在进行投资决策时，将注意力更多地放在股票二级市场的短期供求力量对比和市场买卖的技术分析上，而不是放在上市公司的基本面上，导致投资者在股票投资时更愿意采用迅速地“打一枪换一个地方”的策略，而不是“买后长期持有”的策略。一般投资者的上述行为型式和投资策略亦为机构投资者所采用。

此外，一股独大和大部分股票不流通，使得只能持有少数股权的公众投资者难以获得上市公司控制权，也难以对上市公司的运作与发展决策产生实质性的影响。加之有关法规对证券投资基金持股的两个10%的限制，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发行的证券不得超过该证券的10%”，直接减少了机构投资者可获得的上市公司股东投票权比例，降低了机构投资者参与改善上市公司治理的经济激励，导致机构投资者更倾向于消极地“用脚投票”，而不是积极地“用手投票”。现阶段机构投资者自身治理机制不健全，更进一步使机构投资者远离股东积极主义。而极少数机构投资者违规地串通上市公司，努力借助内幕信息和价格操纵，来增加投资收益或粉饰投资业绩，则只能对改善上市公司治理机制产生负面效应，而不能产生任何正面效应。

在经理人市场上，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或党组织直接或间接地选定，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。在民营上市公司高级管理人员的选拔上，依据的标准则往往基于是不是控股者的家族成员，或者基于是否能同控股者的家族保持最紧密的私人关系。因此，总体而言，目前中国上市公司尚未建立以市场为基础的制度化公司管理层筛选机制，从而导致公司管理资源的配置缺乏效率。

除筛选机制外，目前中国上市公司管理层的报酬结构比较单一，长期性的股权激励在制度上受到较多限制，业绩考核制度和报酬决定机制不健全，报酬决定往往不能与工作业绩密切挂钩，具有较大的随意性，整个薪酬制度和激励机制尚未真正市场化，直接影响了管理资源的有效利用。