亚洲公司治理协会2018年中国公司治理报告



治理在觉醒

中国公司治理进化史

亚洲公司治理协会2018年中国公司治理报告

治理在觉醒

中国公司治理进化史

第一作者/编辑
艾哲明 (Jamie Allen)、李睿 (Nana Li)

供稿作者
郭沛源、林朝雯 (Maggie Lin)、张政军、周淳

翻译
贾若

主要出版团队
Heath Grow (古予健)、Helen Wong

编辑和出版支持
Lucy Colback、陈云飞

中文版审核
王丰

Published by
Asian Corporate Governance Association [ACGA]
Room 1801, 18th Floor
Wilson House
19–27 Wyndham Street
Central
HONG KONG SAR

www.acga-asia.org

First published by ACGA in 2018

Copyright © ACGA 2018

All rights reserved. No part of this monograph may be reproduced or transmitted by any persons or entity, including internet search engines or retailers in any form or by any means, electronic or mechanical including photocopying (except under the statutory provisions of the Hong Kong *Copyright Ordinance Cap 528*), recording, scanning or by any information storage and retrieval system without the prior written permission of the publisher.

版权所有。未经出版商事先的书面许可，任何人不得以任何形式或任何电子或机械方式复制或传播本报告的任何部分，包括影印（香港法例第528章 《版权条例》法定条文规定的除外）、记录、扫描或通过任何信息存储和检索系统等。

Cover image	Li Chao, Inner Mongolia, China
Chinese calligraphy	theinkless – Packy Lai, Hong Kong
Layout and design	R&R Publishing, Hong Kong

British Library Cataloguing in Publication Data.
A catalogue record for this book is available from the British Library.

Creator	Allen, Jamie, editor Li, Rui (Nana Li), editor
Title	Awakening governance : the evolution of corporate governance in China / edited by Jamie Allen, Rui (Nana Li) Li.
ISBN	978-988-78682-6-2 (paperback) 978-988-78682-7-9 (ebook : pdf)
Other creators/ Contributors	Asian Corporate Governance Association (Central, Hong Kong SAR), issuing body.

前言

令人信服和有效的资本市场是资本得到有效和公平分配的关键，也是维持经济长期增长和发展的必要条件。良好的公司治理正是如此市场的基础。

公司治理的主要原则是明确的责任分配和透明的权力执行以及尽责的业绩交待。此项原则是确保董事会、管理层和员工们人人能行其权，尽其责：对提供资金的股东尽责，对贡献体力和智力的员工尽责，对购买企业产品和服务的顾客尽责及对整个社会尽责。企业的董事会和管理层都越来越关注企业对社会和环境的影响。

这项研究旨在充实企业、公共政策制定者、监管机构、投资者和金融界在共同推进良好治理过程中有关中国公司治理的学识和了解。

楊曹文梅
亚洲公司治理协会荣誉退休主席
二零一八年七月

特别鸣谢

本报告从酝酿到出版历时数年，期间离不开各方支持者、供稿作者、亚洲公司治理协会（“本协会”）成员单位、各位员工以及支持机构的大力协助。在本协会前主席楊曹文梅（Linda Tsao Yang，2001-2014年）和韩德立（Douglas Henck，2014-2018年）的领导下，协会理事会率先为本项目提供了帮助，并在之后持续提供指导和预算支持。在此，我们衷心感谢楊曹文梅女士通过Give2Asia基金为本报告的早期研究提供的慷慨资助。同时，我们也希望借此机会表达对本协会创始主席，姜子中博士（Dr David Chiang）的感谢。

我们还要感谢本报告的供稿作者：商道纵横的郭沛源博士、国际金融公司（IFC）的林朝雯女士、君百略咨询的张政军博士以及浙江大学的周淳博士——感谢他们为本报告不同章节提供的详细研究和细致分析。（更多详细信息，请参阅本报告附录中的“供稿作者”一页。）

本报告的大部分内容先以中文写就，译成英文后进行编辑，再将终稿译回中文。我们在此感谢贾若为我们提供高效的翻译工作，以及陈云飞对本报告中文版的悉心校阅。

我们还要特别感谢下列百忙之中特别抽出时间接受我们专访的有识之士：鲍毅 (Peter Bowie)、鲍大雷 (Paul Gillis)、罗强 (John Law)、李文、鲁桐教授、马骏博士、Vincent Poizat、David Smith 博士、Jenn-hui Tan、唐斌、Lynn Turner、任美贞 (Shirley Yam) 及张巍博士。

在本报告撰写过程中，我们一共发放了两份调查问卷，发放对象分别是外国的机构投资者和中国的上市公司。我们在此对帮助我们发放调查问卷的国内外机构表示由衷的感谢，包括：The Council of Institutional Investors、国际金融公司、普华永道中天会计师事务所、万得信息技术股份有限公司、北京君百略管理咨询有限公司和北京商道纵横信息科技有限公司。

下列机构也分别在本报告的筹备过程中为我们提供了不同形式的帮助，包括：博然思维集团、商务社会责任国际协会、上海美国商会、Glass Lewis、Institutional Shareholder Services、International Corporate Governance Network 及深圳价值在线信息科技股份有限公司。同时，我们还要由衷地感谢本报告的媒体合作伙伴FT中文网（英国《金融时报》唯一的非英语网站），以及FT中文网总编辑王丰对本报告中文版进行的审核工作（上述支持机构的背景信息请详见附录）。

此外，我们还要感谢下列在本报告筹备、撰写和出版过程中给予我们帮助和支持的个人，包括（按姓氏字母顺序排列）：Pru Bennett、邱慈观 (Chiu Tzu-Kuan)、朱文伟 (Patrick Chu)、狄淑贤 (Susan Dietz-Henderson)、郭雳、何基报、胡雪梅、梁洁、鞠光、潘妙丽、钱毓益 (Yuki Qian)、沈黎、施东辉、Daniel Smith、苏龙飞、王骏娴、王芳 (Flora Wang)、韦杰夫 (Jeffrey Williams)、谢盐、曾斌、钟成以及朱旭。

最后，我要向过去几个月来为本报告做出努力和奉献的本协会秘书处各位员工致以最诚挚的谢意。能拥有如此敬业的团队是本协会的荣幸。其中，我希望特别感谢以下三位在过去这一年多中作出的卓越贡献：高级研究员李睿 (Nana Li)，CFA；高级研究和出版事务经理 Dr Heath Grow (古予健博士)；以及校对和编辑 Helen Wong。同时，我在此也要感谢为本报告提供编辑支持的 Lucy Colback 和为我们的问卷设计提供专业意见的 Melissa Brown。

虽然本报告的完成离不开上述各方支持，但报告中出现的任何错误均由本协会负责。

艾哲明（Jamie Allen）
亚洲公司治理协会秘书长
2018年7月

摘要

随着中国证券市场的日益复杂，在国际上的地位也越来越高，中国在公司治理和环境、社会和治理(ESG)原则的实践上已经走到了一个转折点。中国在资本市场发展的初期大力推行公司治理的“全球标准”。虽然这有助于中国公司在国际投资者之间获得信任，但在实践过程中，监管和政治的必要性使得有关中国公司治理的解决方法必须“本土化”。如今，中国资本市场已经形成了混合的政策监管框架，各监管机构之间的协调也更为融洽。同时，中国也渴望建立一套能够满足其实际经济需求的现代金融系统。正如同中国在其“十三五规划”（2016-2020年）中提到的，要“健全符合我国国情和国际标准的监管规则”。[1]

我们编制这份报告的目的是为了加强中国资本市场中各参与者之间的沟通，不论他们是来自中国还是其他国家，还有加深他们对于如何提升公司治理水平的理解。我们希望能通过这份报告阐明中国独特的公司治理体系，包括该体系在过去40年的发展轨迹、当前的发展方向以及面临的挑战。我们还将一系列新兴的全球最佳实践做了简要介绍，相信这些做法与中国的上市公司和机构投资者都息息相关。

本报告的《简介》部分概述了我们编制本报告的目的，并介绍了由我们发布的两份原创调查问卷的主要结果。这两份调查问卷主要考察的是各方对于中国公司治理的看法，一份面向外国的机构投资者，另一份则面向中国的上市公司。

《政策和监管背景》部分回顾了自1978年改革开放以来，中国公司治理的历史沿革和资本市场当中发生的主要监管变化。该章节介绍了“可变利益实体”(VIE)面临的复杂处境，在境内外上市的中国公司令人眼花缭乱的简称，以及当前的政策动态——国有企业改革、新版公司治理准则、保险行业改革和金融监管机构之间的协调等。

《中国特色公司治理》一章是本报告的主要内容。该章详细分析了党组织或党委、董事会、监事会、独立董事、国有企业 vs 私营企业、以及审计委员会和审计各自发挥的作用。各章节对上述不同治理实体相应的法律和监管依据作出解释，列出公司和投资者各自面临的主要挑战，最后以总结和建议结束。我们希望本报告中提出的所有建议在当前中国的公司治理体系下是切实可行的——换言之，这些建议对于公司和机构投资者来说是易于实施的。

接着，我们讨论了时下热门的ESG话题，研究了自2006年以来中国ESG报告的演变，以及近几年兴起的ESG投资的发展。其中主要的论点包括企业需要提升ESG报告的质量，而机构投资者也需要更好地理解ESG的价值。绿色金融这一新兴领域也在本章中得到重点讨论。

《中国特色并购》一章先是介绍了中国境内并购市场的现状，接着回顾了外资入境和中国企业出境并购的趋势。我们还详细分析了中国并购市场面临的独特挑战，尤其是其与国内法律法规之间的相互影响。

《企业案例分析》深入探究了5家大型企业的治理结构和各自所面临的挑战，其中两家为国有企业，3家为私营企业或混合所有制企业。它们是中石化、工商银行、万科、民生银行和腾讯。

另外，本报告中特别还穿插了我们对中国内外顶尖的公司治理专家、公司董事、董事会秘书和投资者进行的一系列专访内容，为报告增色不少。

这份报告结束于我们总结的60个诊断问题，可用于分析中国上市公司的治理情况。

[1] “十三五规划”，第三节第十六章，第45页。

关于我们

亚洲公司治理协会是一家独立、非营利性质的会员制协会，于1999年在香港特别行政区成立。本协会致力于以建设性的方式与亚洲各监管机构、上市公司及投资者一起，共同推动亚洲各地区公司治理水平的提高和实践的完善。我们相信这是取得经济长期发展的不二法门。我们的指导方针是采取切实、长期有效、且适用于每个独立市场的方法进行研究。

亚洲公司治理协会拥有来自亚洲和世界其他地区的逾110家机构或公司会员，其中三分之二是机构投资者，他们在全球范围内管理的资产总额超过30万亿美元。我们主要的会员还包括全球的投资机构、上市和非上市公司、会计师事务所、养老基金、商业协会和教育机构等。

过去近二十年来，亚洲公司治理协会一直在对包括中国内地、中国香港、中国台湾、印度、印度尼西亚、日本、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国在内的亚洲11个市场的公司治理情况进行独立研究和深入分析。

我们通过《亚洲地区简报》（*Asia Regional Briefing*）双月通讯刊为会员提供我们对于亚洲11个市场公司治理发展的最新专业分析。

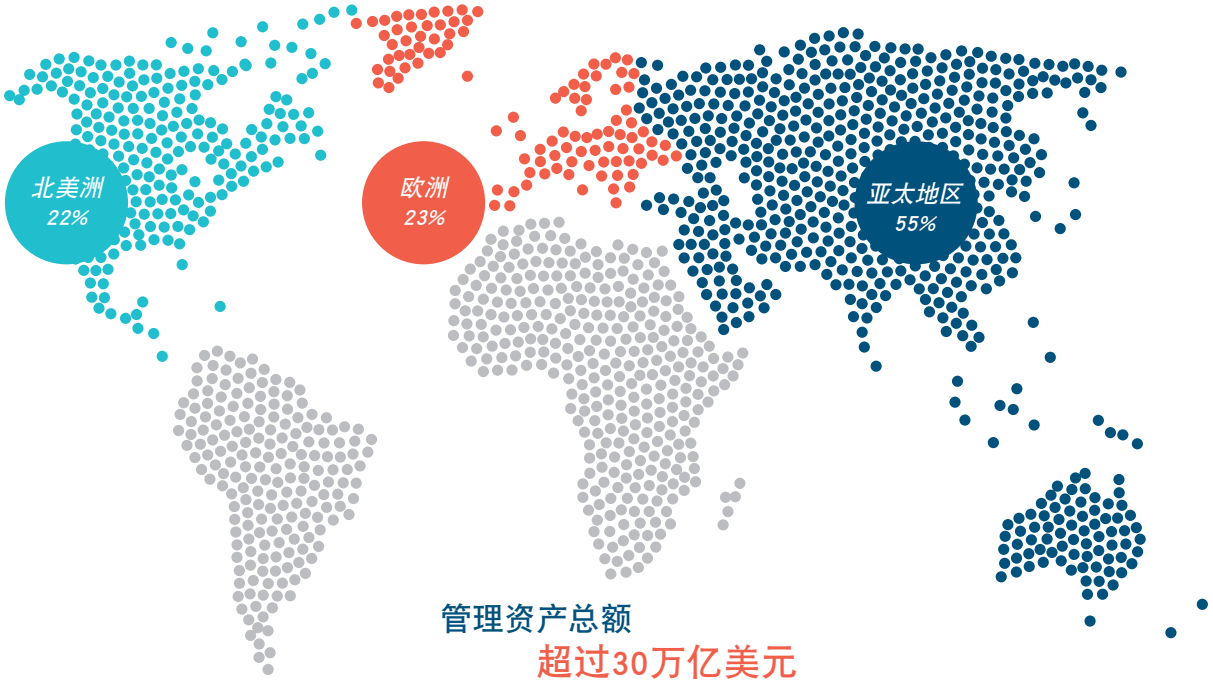
自2003年起，每两年我们都会和协会主要赞助商中信里昂证券 (CLSA) 联合发布《公司治理观察》(*CG Watch*) 地区调查报告，对亚太地区12个主要市场的公司治理表现进行评级。这份报告被公认为亚太地区公司治理领域的权威刊物， 2018年即将发布第9期。

我们定期召开非公开会议，就可能影响亚洲公司治理水平的各种问题与来自亚太地区、欧洲和北美洲的会员进行讨论，并为会员之间的互动提供平台。另外，会员还可以参与我们成立的地区性特别工作小组，就各个市场的问题作进一步的深入讨论。目前，日本和韩国的工作小组已经开始工作，中国和印度的工作小组正在组建当中。

除了及时的信息更新和在亚洲主要市场定期举办的会员简报活动之外，本协会另一项年度重要活动是年会“公司治理亚洲商业对话”。自2001年以来，协会每年的年会都会选择在亚洲的不同城市举办，目前已经发展成为一个公司高管、投资者、监管者、审计师及其他专业人士云集的高峰论坛。各方人士在年会上可以就有关亚洲公司治理的热点话题畅所欲言，分享不同的观点。归功于过去十几年的成功举办，现在我们每一次年会的举办都因其兼具教育意义和启发性的讨论而备受瞩目。我们2018年的年会即将于11月在北京隆重举办。

如果您想了解更多有关我们的信息，请浏览我们的官方网址：www.acga-asia.org

我们的会员



管理资产总额
超过30万亿美元

行业分布

银行
学校
保险
上市公司
养老基金
会计师事务所
资产管理公司
其他相关协会

市场分布

印度
日本
越南
菲律宾
新加坡
中国内地
中国香港
中国台湾
马来西亚

英国
瑞典
荷兰
挪威
法国
比利时
美国
加拿大
澳大利亚

目录

前言 i
特别鸣谢 iii
摘要 v
关于我们 vi
我们的会员 vii
专访 x
图目录 xi
表目录 xiii
词汇表 xiv

简介 1
1.1 简介 3
1.2 调查问卷的由来 13

政策背景 **19**
2.1 政策和监管背景 21

中国特色公司治理 **35**
3.1 党组织：领导核心 37
3.2 董事会：企业核心 49
3.3 监事会：监视董事 63
3.4 独立董事：形式与本质 71
3.5 国有企业 vs 民营企业：异同之处 87
3.6 审计委员会和审计 99

ESG报告和投资 **115**
4.1 ESG报告 117
4.2 ESG投资 131

并购在中国 **141**
5.1 中国特色并购 143

企业案例分析 **161**
6.1 企业案例分析 163
6.2 中石化：混合监管 165
6.3 工商银行：绿巨人 175
6.4 万科：变形记 185
6.5 民生银行：拯救名声 195
6.6 腾讯控股：一体两面 203

公司治理诊断 **213**
7.1 诊断问题 215

附录 **A1**
第一作者/编辑简历 A4
供稿作者简历 A5
媒体合作伙伴 A6
支持单位：国际 A6
支持单位：中国 A7
外国机构投资者调查问卷 A8
中国上市公司调查问卷 A10

专访

12位来自世界各地的中国公司治理专家（按姓氏首字母排列）分享了他们各自不同的看法。

鲍毅 (Peter Bowie)
会前提问 84

罗强
党委从幕后到台前 46
董秘如同烹饪中的调味剂 61
独立董事必须要有勇气 83

李文
提高企业对ESG的认识 128

鲁桐
如何推动国企治理改革前进 94

马骏
绿色金融先行者 137

Vincent Poizat
如何提高并购治理水平 155

David Smith
管理层的品质和素质至关重要 11

Jenn-Hui Tan
明确党的作用将增加透明度 47

唐斌
理解党组织的精神实质 46
提升董秘的地位和权利范围 59

Lynn Turner
审计师的报酬由谁支付至关重要 111

任美贞 (Shirley Yam)
私营企业的治理并不比国有企业好 96

张巍
敌意收购也可能点石成金 193

图目录

简介
乐观程度 4
美国MSCI明晟 5
深入研究 5
公司交流 6
举步维艰 6
无关痛痒 7
沟通渠道 9
公司治理和公司表现 9
公司治理质量和上市机会 10
回复者公司所在地 14
对中国境内和境外上市公司的投资 15
投资渠道 15
公司上市年限 16
公司市值 16
公司类型 16
公司上市地：单一地区 17
公司上市地：多个地区 17

政策背景
全球十大股票交易市场 22
七上八下 22
典型的VIE结构 25
评价中国的投资者保护水平 30
境外上市的中国公司治理水平是否更好? 31
境外上市的中国公司治理水平更优 31
投资者保护：美国 vs 香港 31

中国特色公司治理
党委的作用是否清楚? 37
您是否理解中国内地的公司治理体系? 49
中国A股上市公司董事会规模，2018年5月 54
中国A股上市公司董事会的规模范围，2018年5月 55
您认为监事会能为中国的公司治理增加价值吗? 63
各监事会规模对应公司数量的分布，2018年5月 68
您认为独立董事能为中国的公司治理增加价值吗? 71
“三人现象”的普遍性 74
“三人现象”愈加普遍 75
2018年5月中国上市公司董事会的独董比例 76
您更愿意投资民营企业吗? 87
民营企业的治理水平更高吗? 88
政府是否干涉公司的决策制定? 90
董事长是谁重要吗? 91
中国企业报告评级 99
中国百强会计师事务所总收入 106

ESG报告和投资

2013年中国企业社会责任报告驱动因素调查结果(%) 118
2015年重点控制企业在线监测数据超标所涉上市公司行业分布图 119
2006-2016年中国企业CSR报告发布统计：按数量 121
2006-2016年中国企业CSR报告发布统计：按上市和非上市 121
2016年中国企业CSR报告发布统计：按公司类型 122
2016年中证100指数成分股CSR报告的平均披露水平：按行业 123
2016年中证100指数成分股CSR报告的平均披露水平(%)：按指标类别 123
中国上市公司对港交所ESG报告指引的态度 129
2016-2017年中国债券市场概况 131
中国基金公司的负面筛选指标 132
个人投资者将社会责任因素纳入考量的动机 133
为何ESG产品会带来更高的收益? 133
按投资周期划分，个人投资者考虑ESG因素的意愿 134

并购在中国

2010-2017年中国境内并购 143
通过并购交易实现价值增长 145
2010-2017年外资入境并购 146
2010-2017年中国境外并购 147

企业案例分析

2008年1月至2017年12月中石化股份公司股价的表现 168
2008-2017年中石化股份公司：派息率 vs 每股派息 169
2008-2017年中石化股份公司：股息率 vs.平均股价 169
盘整趋势 179
工商银行A股股息和股息率，2008-2017年 180
2015年7月1日至2017年12月31日万科股价 187

表目录

简介
颁布情况 8

中国特色公司治理
股东发声 41
上证50及上证180指数公司的董事会规模及独董占比，2018年5月 55
任职空缺 66
规模太小 67
规模的影响 68
薪酬偏低 74
大型公司没有起到示范作用 75
银行业的独立董事薪酬独占鳌头 76
大量学者、会计以及律师背景的独立董事 79
出席方式 80
头重脚轻 88
民营企业的治理情况 89
内部审计部门向谁报告? 104
中国前十大会计师事务所 105
互相推诿? 107

ESG报告和投资
大浪潮 118
追踪气候变化问题 120
环境执法情况 124
社会责任越来越受重视 132
峥嵘初显 135

并购在中国
历史上遭到美国总统禁令的中国交易 148

企业案例分析
把握战略高地 165
双重治理—1 166
双重治理—2 166
国有主导 175
双重治理 176
多样化的专业背景 177
最佳公司全亚洲管理团队排名（房地产行业） 186
新的征程 188
辞旧迎新 188
民生银行创始股东，1996年 195
民生银行主要股东，2017年末 196
第七届董事会 （2017年2月20日选举产生） 198
市场的担忧 205
强烈反对 206
中小股东拒绝授权 207

词汇表

机构/公司

简称	全称
IFC	国际金融公司
IPE	公众环境研究中心
OECD/经合组织	经济合作与发展组织
PCAOB	美国公众公司会计监督委员会
SEC	美国证券交易委员会
上交所	上海证券交易所
中上协	中国上市公司协会
中基协	中国证券投资基金业协会
中央汇金	中央汇金投资有限责任公司
中投	中国投资有限责任公司
中注协	中国注册会计师协会
中纪委	中共中央纪律检查委员会
中组部	中国共产党中央委员会组织部
中证金融公司	中国证券金融股份有限公司
保监会	中国保险监督管理委员会
全国人大	全国人民代表大会
发改委	国家发展和改革委员会
国开行	国家开发银行
国资委	国务院国有资产监督管理委员会
外汇局	国家外汇管理局
央行	中国人民银行
工行	中国工商银行
建行	中国建设银行
投服中心	中证中小投资者服务中心
深交所	深圳证券交易所
港交所	香港交易及结算所有限公司
环保部	环境保护部（现生态环境部）
社科院	中国社会科学院
纽交所	纽约证券交易所
经贸委	国家经济贸易委员会
证监会	中国证券监督管理委员会
银保监	中国银行保险监督管理委员会
银监会	中国银行业监督管理委员会

其他

简称	全称
BVI	英属维京群岛
CITI指数	绿色供应链CITI指数
CSMAR数据库	国泰安CSMAR系列研究数据库
ESG	环境、社会和治理
FASB	财务会计准则委员会
FDI	外国直接投资
GAAP	一般公认会计原则
GAAS	一般公认审计准则
GRI	全球报告倡议组织
IAASB	国际审计与鉴证准则理事会
IFRS	国际财务报告准则
IPO	首次公开发行
ISA	国际审计准则
QFII	合格境外机构投资者
TMT	电信、媒体和科技
VIE	可变利益实体/协议控制
WFOE	外商独资企业
国企	国有企业
央企	中央企业
民企	民营企业
独董	独立董事
私企	私营企业


ACGA



第一章

简介

1.1 简介

随着中国证券市场的日益复杂和国际化，中国在公司治理和ESG原则的实践方面已经迎来了一个新的转折点。加强国内外市场参与者之间的沟通和了解正当其时。

引言：弥合差距

中国现代公司治理的进程与1978年对外开放后中国资本市场的快速发展密切相关。20世纪80年代，国有企业首次发行股票，带来了活跃的场外交易市场。1990年至1991年，正式的股票市场在上海和深圳重新启动。1992年，有关国有企业公司化和上市的新指引也随之发布。中国国有企业首次赴海外上市是1992年10月在纽约，随后于1993年首次在香港上市。90年代后期，中国公司治理改革势头强劲，但与其说这是亚洲金融危机的副产品，不如说是为了加强在海外上市的国有企业的治理水平。21世纪初，中国针对上市公司的独立董事、季度报告和董事会治理等进行了一系列重大改革。

自那时起，中国发生了巨大的变化。在密集发布了一系列关注公司治理的政策之后，中国有关公司治理政策的发布节奏逐渐放缓。近年来，随着沪港通和深港通的开通，中国的股票市场掀起了又一波国际化浪潮，不仅放松了对合格境外机构投资者(QFII)的规定，2018年6月，234家各行业领先的A股公司首次纳入美国MSCI明晟新兴市场指数更是具有里程碑式的意义。尽管对外国投资者的资本控制和其他限制依然存在，但毋庸置疑，在可预见的未来，来自外国的各种投资必将在中国的公募和私募资本市场中扮演越来越重要的角色。

与市场的国际化并行，并受其推动的是公司治理范围的扩大。现在的公司治理还纳入了对环境和社会因素(ESG)的关注，以及对气候变化和环境可持续性发展更深入的研究。在政府的鼓励下，中国的养老基金和投资机构已经开始密切关注其投资过程中的ESG风险和机遇。同时，绿色金融已经成为中国一个重要的商业领域，绿色债券的发行量稳步增长。实际上，中国证监会新修订的《上市公司治理准则（2018版）》征求意见稿当中已经纳入了这些内容。这也是该准则自2002年以来的首次修订。

转折点

因此，中国在公司治理原则的实践和市场开发方面正面临着一个新的转折点。虽然很难预测这一过程会如何演化，但我们相信，如果能做到以下三个大方向的转变，结果只会有利无害：

- 中国的非上市公司和上市公司不再狭隘地将公司治理和ESG实践视为为了满足合规要求而不得不做的事，而是将其视为提升机构效率和公司业绩的长期工具。这不仅适用于老牌国有企业，也同样适用于创业型的私营企业。认为有效的公司治理不适用于或不可能存在于年轻的初创型企业的观点是带有误导性的。
- 中国境内的机构投资者不再仅仅将公司治理和ESG视为降低投资风险的工具，而是通过与被投公司的积极交流，将其变成用来提高现有投资价值的平台。与公司沟通交流的过程还可以帮助投资者区分哪些公司是审慎对待公司治理，哪些公司只是做做样子。
- 外国机构投资者对中国的公司治理可以在“对股东不友好”的国有企业和“令人激动但是风险较高”的私营企业之外还有更细致的区分。我们建议还未采取行动了解中国公司治理的外国资产所有者和管理者投入更多的时间和资源，在中国进行实地考察，研究中国的公司治理体系。

当然，除了上述广义的描述，还会存在很多例外的情况。可能有的中国企业会将治理视为不断学习的过程，就算这些企业没有上市。一些内地的资产管理者已经开始研究如何将公司治理和ESG因素纳入他们的投资决策过程。同时，越来越多的外国投资者，无论是精品型的，还是主流型的，开始对国有企业和私营企业的多样化有了更深刻的理解，也因此从对国有企业的投资中获得了丰厚的回报。

然而，预料之中的是，我们的研究发现外国机构投资者与中国上市公司在沟通和理解方面的确存在重大差异。亚洲公司治理协会为撰写本报告进行的问卷调查结果显示，大多数外国投资者(59%)在回复中承认他们不了解中国的公司治理，只有10%给予了肯定的答复，而另外31%表示他们只有“部分”理解。相反地，大多数中国上市公司似乎并不了解外国机构投资者在试图研究“中国特色公司治理”时所面临的困难。

本报告的目标群体既包括中国国内的读者，也面向国际上所有对中国公司治理感兴趣的读者。我们的宗旨是用事实说话，尽可能客观、公平地介绍中国的公司治理体系，突出中国市场相较于其他主要证券市场的特殊、相同和不同之处。本报告重点关注“中国特色”，主要着眼于党组织或党委、董事会、监事会、独立董事、国有企业及私营企业、审计委员会和审计等在公司治理发展中发挥的作用。报告通过一系列章节阐述了各治理主体当前的法律和监管依据，对应公司和投资者面临的特殊挑战，并作出总结，为后续发展提供了建议。我们希望报告中提出的所有建议在当前中国的公司治理体系下是切实可行的——换言之，这些建议对于公司和机构投资者来说是易于实施的。我们希望这份报告包括其中的建议能够为中国资本市场的发展做出一些建设性的贡献。

下文是我们发放的两份调查问卷中一些宏观问题的回复情况。先从好消息开始——大部分外国机构投资者和中国上市公司对中国未来的发展充满信心——之后是双方在解决公司治理问题时所面临的挑战。本报告的后续章节也引用了这两份调查问卷的其他结果。

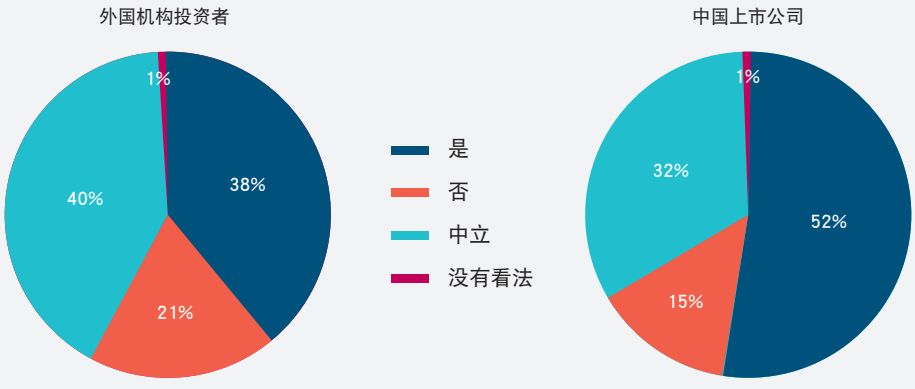
亚洲公司治理协会调查问卷——概览

您是否对中国的发展持乐观态度?

值得欣喜的是，我们的调查发现相当一部分的外国投资者（占回复者的38%）和中国上市公司(52%)都对未来5到10年A股市场的投资潜力持乐观态度，如下图1.1所示。仅有21%的外国投资者持消极态度，而其余的回复者则表示中立。意料之中的，中国投资者中，只有15%的回复者持消极态度，而近三分之一的保持中立。

乐观程度 图 1.1

外国和中国的回复者对未来五到十年中国A股市场的投资潜力是否持积极态度?



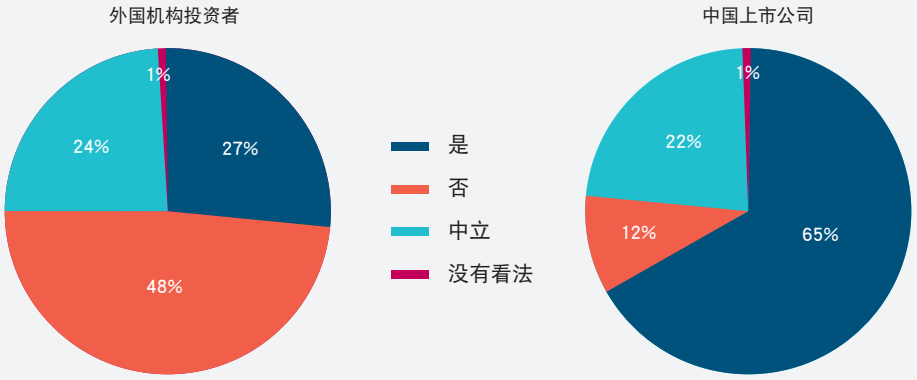
资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》和《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》

您是否同意美国MSCI明晟的决定?

对于MSCI决定2018年将A股纳入其新兴市场指数的决定是否正确，双方的回复情况有所不同：仅27%的外国回复者表示赞同，而相比之下，有65%的中国回复者表示赞同，如图1.2所示。几乎半数的外国回复者持否定态度，而中国投资者中这一比例只有12%。两边持中立态度的回复比例较为接近。

美国MSCI明晟
将A股纳入旗下新兴市场指数的决定对吗?

图 1.2



资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》和《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》

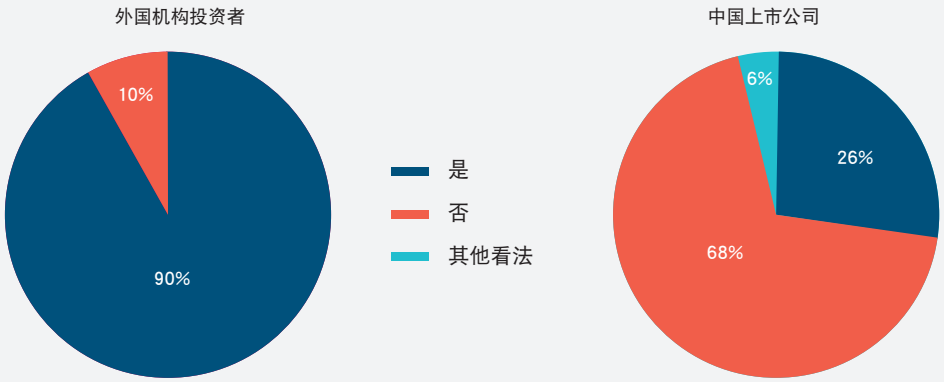
挑战——外国机构投资者

投资过程

外国投资者在中国投资面临一系列的挑战。首当其冲的就是需要了解被投公司。如下图1.3所示，外国投资者在做出投资决定时并不仅仅依赖于公司提供给他们的信息，还会利用其他各种渠道来获得需要的信息。但是似乎中国的上市公司并没有意识到这一点。

深入研究
外国投资者是否会在其投资过程中对中国A股公司的治理情况进行额外的大量分析?

图 1.3



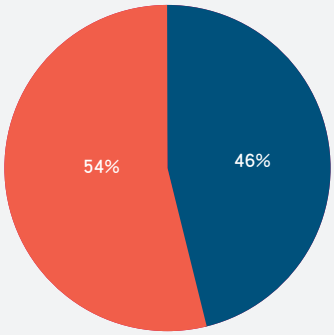
资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》和《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》

与公司沟通

在全球范围内，机构投资者正在寻求各种方式与被投公司进行对话，在中国也不例外，请见图1.4。

公司交流 图 1.4

外国投资者是否尝试过与中国A股公司（国有企业或私营企业）进行沟通?

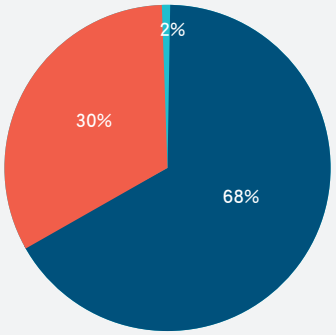


资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》

但是这个过程并不容易：

举步维艰 图 1.5

外国投资者如何评价与中国A股公司沟通的困难程度?

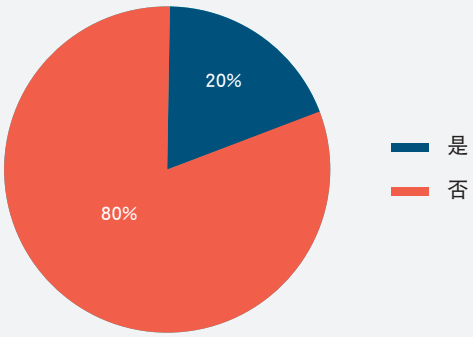


资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》

迄今为止，获得成果的投资者也是屈指可数：

无关痛痒 图 1.6

外国投资者与中国A股公司进行的沟通是否带来建设性的成果?



资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》

如出一辙

当被问到为什么沟通过程困难以及取得的成果有限时，回复者给出了各种答案。不过从中我们发现了一些共通之处：

- 语言和沟通：除了直接的语言障碍（例如公司成员不会说英语，而投资者不会说中文），还有文化差异造成的沟通障碍。正如其中一位回复者所言：“虽然我来自中国，但是也很难理解话语背后隐藏的信息。”
- 可及性：与公司取得联系并不容易，如果想要与公司董事或者高管等高级别人员会面，更是难上加难。
- 投资者关系：虽然有些投资者关系团队非常专业，但大多数并非如此。一位回复者评论道：“投资者关系（经理）没有接受足够的培训，其中一些人缺乏基本的对公司治理的理解和这方面的知识，有些甚至缺乏对财务信息的理解。”
- 视公司治理为合规：一个常见的抱怨是企业仅仅将公司治理实践视为合规操作。有些公司拒绝“在监管要求之上回答任何问题”。
- 利益不一致：投资者普遍认为，国有企业控股股东的利益与中小股东的不一致。一位投资者评论道，国有企业对外部股东提出的建议“不予回应”，并补充称这些企业“只是等待政府给出指导方向，而不是投资者”。
- 缺乏理解：各公司对公司治理和ESG原则的认知和理解天差地别。

对公司的同理心

相反地，少数回复者表达了对公司处境的同理心。有一位投资者写道：“国际投资者似乎对中国与世界其他国家在文化、政治背景、经济发展的路线和所处阶段等各方面存在的差异缺乏足够的理解。如果不先充分了解这些差异，就试图施加影响作出改变，效果往往不会理想，有时甚至可能会适得其反。”

也有人对上市公司所面临的监管挑战作出解释：“除了少数例外，国有企业和私营企业都不得不面对严格且不断变化的行业监管规定和政府政策。”

也有人表示，与企业的一些沟通起到了正面的效果：“总的来说，只要能联系上正确的人，沟通就会具有建设性。不过我认为这是由于这些企业已经意识到了良好的公司治理有利于吸引外国投资者。”

其中可能最积极的评价是：“很多我们交流过的中国公司，尤其是行业的龙头企业，都已经开始在它们的日常营运中解决ESG风险。它们当中的大多数会发布年度ESG报告，一方面是为其所在行业设立基准，另一方面也是从中获得来自社会和终端客户的正面反馈。这种正面的品牌形象一旦建立，这些公司就可以享受产品溢价。ESG因素也由此成为它们企业文化的一部分，形成一种良性循环。这些公司已经意识到，要实现其业务的长期可持续性增长，以及为了所有利益相关者着想，这种投资只会提高它们的竞争力。”

打开投资者参与新世界的大门

不过，大多数投资者还是觉得与许多中国公司进行交流困难重重。这其中更深一层的原因可能是中国是亚太地区中尚未颁布《投资者参与准则》的三个主要市场之一。这类准则能推动机构投资者更加认真地对待公司治理和ESG问题，将这些概念融入他们的投资决策过程，以鼓励上市公司和其股东之间进行更多的交流（见下表1.1）。近年来，亚洲市场在这一问题上的监管要求迅速拔高，投资者和公众的期望值也随之水涨船高。

颁布情况 表 1.1

亚太地区《投资者参与准则》

市场	颁布日期	遵守或解释?
日本	2014年2月（于2017年修订）	是
马来西亚	2014年6月	是
中国香港	2016年3月	自愿性质
中国台湾	2016年6月	是
新加坡	2016年11月	自愿性质
韩国	2016年12月	是
泰国	2017年2月	是
印度	2017年3月（仅适用于保险公司）	是
澳大利亚	2017 年和2018年（两种行业准则）	是
中国内地	-	-
印度尼西亚	-	-
菲律宾	-	-

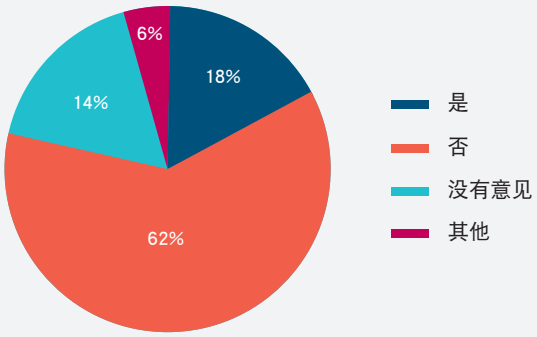
注：本表仅包含亚洲公司治理协会研究覆盖的市场
资料来源：亚洲公司治理协会研究

如果没有明确的政策推动投资者参与，那么一般的上市公司就不太可能给予股东对话以足够的重视。正如一位外国投资者所说的：“一般而言，与规模较大的上市公司进行沟通相对比较容易。国有企业和较大型的企业往往回应更为积极。国有企业在政府的指导方针和趋势之下更有动机和股东进行交流。”

另一个关键问题是公司内部应该由谁负责与股东进行交流？简单来说应该是董事会，因为董事会就是代表股东并对股东负责的。确实，一个积极的发现是，在我们的调查问卷中，大多数中国的上市公司的确承认，与股东沟通不仅仅是投资者关系团队的责任（见下图1.7）。但结合实际上将此责任推给投资者关系团队仍然是中国上市公司的常见做法，可以说很多公司存在言行不一的情况。

沟通渠道 图 1.7

中国上市公司是否认为在公司内部只有投资者关系部门需要负责与股东进行沟通?



资料来源：《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》

挑战——中国上市公司

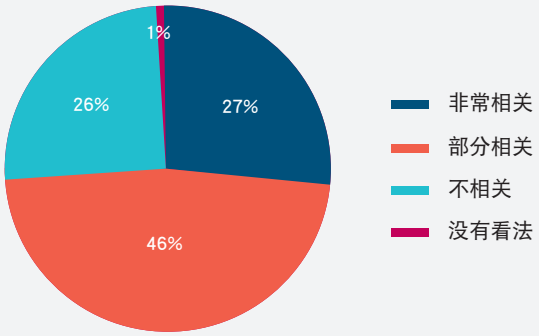
公司是否愿意严肃对待公司治理和ESG，还有其他一些因素，如下图所示。

良好的公司治理能否获得市场的奖励?

在我们的中国上市公司调查问卷中，仅有27%的回复者认为良好的公司治理与公司表现之间存在正相关。另外46%的回复者表示“部分相关”，还有四分之一的回复者认为不相关。这一结果基本上与其他大多数市场的普遍观点一致，即只有少数公司（通常是大型企业）感觉有动机改善其公司治理水平，而且相信如果它们付诸行动，将会得到投资者的奖励。

公司治理和公司表现 图 1.8

中国上市公司如何看待良好的公司治理与良好的公司表现之间的关系?

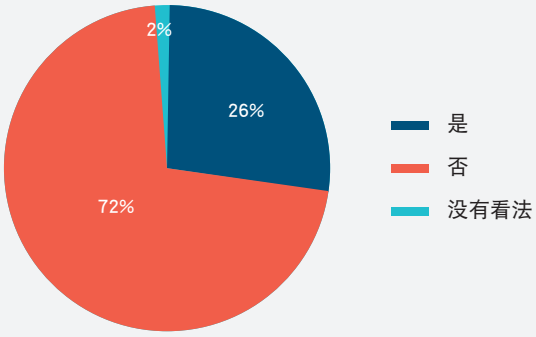


资料来源：《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》

更令人担忧的是，对于良好的治理是否有助于公司上市，中国的上市公司普遍给出了否定的答案：

公司治理质量和上市机会 图 1.9

中国上市公司是否认为非上市公司的治理水平会对其（在中国内地）上市的机会产生重大的影响?



资料来源：《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》

顺便一提，这可能就是为什么投资者会普遍认为中国上市私营企业的投资价值和公司治理并不比国有企业好的原因——这个问题我们将在第3.5章中进一步展开讨论。

只有23%的外国回复者称，相比国有企业，他们更倾向于投资私营企业，而三分之二的投资者则持相反态度。同时，只有10%的中国上市公司认为私营企业的公司治理优于国有企业。约有三分之一认为这两者的治理水平差不多，而54%认为私营企业的公司治理水平更差。

即使如此，面对一个像中国这样快速发展的市场，秉持一成不变或者单一维度的观点很可能会带来风险。我们希望用一位驻华机构投资者的评论作为本章的结尾。在这段涵盖范围甚广的评论中，这位投资者解释了为什么要将公司治理和ESG视为一种过程。

“公司必须增强ESG意识”

“与发达市场中更成熟的同行相比，中国企业的财务状况通常较弱。这是市场处于不同发展阶段的正常表现。对中国公司来说，生存是首要任务。一旦它们获得了足够的市场份额，积累了一定的资本储备，它们就会开始考虑ESG问题。这会有助于它们巩固市场地位，获得长期、健康的发展。

“我们认识到，当前，中国公司就算不实践ESG，所需要付出的代价也不高。但是形势正在发生变化，尤其是在环境方面。我们看到政府对于整治并关停不符合污染排放标准的小型企业的态度十分坚决。空气、土壤和水的质量关系到每一位公民的民生大计，因此我们相信未来与环境污染相关的执法将会更加严格。

“随着公众股东更加积极地参与公司重大决策的制定，公司治理也在不断完善。话虽如此，中国公司的股权结构仍然高度集中，尤其是国有企业，而外部力量可能不足以确保公司内部权力的合理分配。

“我们看到越来越多的企业家和公司回馈社会的意愿越来越强，这里唯一的困难是慈善事业在中国仍然是一个比较新的概念。

“随着社会文明程度的提高，消费者对例如雇佣童工和环境污染等问题的意识不断加强，中国公司将不得不增强ESG意识和责任感。

专访——管理层的品质和素质至关重要

David Smith
标准人寿安本集团，公司治理部门主管，新加坡

您对投资A股公司的看法有何改变?

我们已经成立了一只A股基金，所以可想而知我们已经花费了大量的时间和精力去适应中国的市场和公司。虽然在中国投资确实有许多有据可查的风险，但是这个市场的吸引力也是显而易见的。中国在一些领域已经处于世界领先地位，比如电子商务。作为投资者，我们总是需要在收益与宏观经济风险、政治风险、监管风险等各类风险之间寻求一个平衡，对中国市场更是如此。

您对中国的股票停牌有何看法?

我认为情况已经有所好转，但是很多时候中国公司还是一遇到尚未敲定的“重组”就选择停牌。这其实是以牺牲现有投资者为代价去保护潜在投资者，加之有时停牌时间实在过长，真的让我们手足无措。我认为中国公司对于停牌的真正用途普遍存在误解：公司只有在出现信息不对称的时候才应该申请停牌，而不是信息不确定的时候。我们的工作就是分析和处理不确定的信息，而且市场最终也会为其找到一个合适的价格。如果每次出现不确定的情况，公司就要停牌，那股市也就失去了意义。

总而言之，中国市场停牌过于频繁。如果某间公司有重组计划或者正在接受监管机构的调查，公司只需要发布公告对此进行披露即可。只要市场中所有人了解的信息都相同，公司股票就应该继续交易。监管机构已经通过持续披露的相关规定处理好了价格敏感信息，因此停牌往往没有保护到任何一方，只是降低了现有投资者的流动性。而一种更为夸张的少见情况是，一间公司在内地和香港两地同时上市，其股票在一家交易所停牌而在另一家交易所还正常交易（请见本报告第6.3章万科案例分析）。

相比之下，在发达国家，无论出于何种原因，停牌超过一个月的情况都非常少见。这其中还有一部分情况是发行人的股票已经被质押，所以发行人想要避免可能由股价下跌而引发的追加保证金通知。

根据您的观察，中国公司中存在的治理问题主要有哪些?

企业家风险（人力风险）是最明显的一个，其中包括关联方交易风险，以及操作和执行风险。对于我们公司来说，如果对一间公司的创始人或者管理层还有质疑，那么我们肯定不会进行投资。在我们的投资决策过程中，公司员工的品质和素质是我们非常看重的决定因素。

监管风险是另外一个问题。监管规则的变化不仅会影响国有企业，对私营企业也会带来不同程度的影响。比方说，最新有关在中国公司中加强党委作用的政策变化就不是外国投资者所期望看到的中国公司治理发展的方向。

此外，鉴于独立董事逐渐被赋予越来越多的责任，或许是时候考虑改变他们的选举方式了。目前的情况是，投票选举独立董事时，考虑更多的是其独立性而非能力。但是在亚洲，“独立性”很容易就可以被扭曲。许多公司的独立董事虽然在结构上是独立的，但是却有赖公司支付的薪酬（养老金）过活，所以越来越多的投资者开始对独立董事能否以及如何为董事会的讨论增加价值表示怀疑。

您如何看待中国上市公司的投票趋势？投票是否能够提升投资者的参与度?

我认为目前来说没有太大的改变。反对票主要是集中在有关关联方交易或者其他公司行动的决议，而不是着眼于董事会本身的问题。

投资者的参与度稍微有所改善。有越来越多的公司开始肯听取我们的建议，而且交流沟通的过程也较以前顺畅许多。公司慢慢开始认识到我们在中国的部署并不是为了追求短期利益，同时我们双方的利益是一致的。这一点非常有帮助。

1.2 调查问卷的由来

本报告中采用的两份调查问卷《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》和《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》于2017年上半年由本协会开发，并于同年7月21日至9月1日期间进行回复收集。调查问卷通过本协会由会员和联络人组成的全球联络网以及中国内外的多家支持单位同时联合发布（更多信息请参见特别鸣谢页）。

调查问卷的目的

我们在报告的筹备阶段决定进行问卷调查，主要有两个原因。首先是为了在报告中增加更多来自各方角度的观点，借此丰富本协会和报告供稿作者的研究成果。

其次是获得更多有关中国公司治理的新数据。在为撰写本报告开展研究时，我们发现大多数有关中国董事会结构和治理实践的信息都是过时或者不完整的，有些甚至根本不存在。有鉴于此，我们设计了问卷中的问题，希望在一定程度上可以填补这一空白。同时，作为补充，我们还与Wind和价值在线等数据供应商合作，获得了一些调查问卷以外可供我们分析的原始数据。在这些数据的基础上，我们对中国大型上市公司的具体治理实践提出了自己的观点。

外国机构投资者调查问卷

外国机构投资者调查问卷包含22个问题，涵盖了我们认为与中国的投资潜力和治理水平相关的多个议题。这些问题主要可以分为几大类：

- 宏观问题，比如资本市场的发展，MSCI明晟指数对A股的纳入，国有企业和私营企业对比，以及境内外上市的中国公司对比等；
- 股东权益，包括中国内外的投资者保护机制；
- 公司治理，包括企业的信息披露，董事长、独立董事和监事会的作用；
- 政府的作用，包括董事长的任免，对国有企业和私营企业决策的干涉，以及党组织或党委的作用等；
- 投资者和公司之间的沟通和交流。

其中一些问题含有让回复者自由作答的选项，我们从中挑选了一些相关或者有启发性的回复，穿插在本报告的各个章节中。

这份问卷由本协会于2017年第二季度开发，同年6月由一组经过筛选的本协会全球投资者会员测试并完成。在同年7月发布之前，我们根据收到的反馈对问卷中的部分问题做了改进。这份问卷的发布对象主要是本协会在亚洲和全球其他地区的机构投资者会员。本报告支持单位的会员网络又进一步丰富了问卷回复者的分布和族群。

我们一共收到了155份完整且具有可比性的回复。仅部分完成的问卷不计入总数。

根据问卷回复者提供的信息，本份问卷回复者的职务大致可以分为三组：首席执行官、董事、执行董事或合伙人；投资组合经理或分析师；还有公司治理、ESG或者投资者参与方面的经理和专家。大部分回复者在其所在公司中属于高管及高管以上级别。

所有回复者的资产管理总额约40万亿美元，单个资产管理额从两千万到6万亿美元不等。也就是说，其中既包括精品型投资公司，也包括大型主流投资机构。

中国上市公司调查问卷

中国上市公司调查问卷包含12个问题，与前一份问卷一样，这份问卷主要关注的是我们认为与中国上市公司、董事和高管相关的议题。虽然这份问卷的问题数量相较上一份问卷要少，但是题目的范围与后者区别不大，主要也是宏观问题、公司治理水平、政府的作用及投资者参与情况。

我们在这份问卷中包含了一些与外国问卷相同的问题，以便就某些议题对两份问卷的回复进行比较。同时，我们也针对公司的立场提出了一些不同的问题，比如他们认为良好的公司治理与良好的公司表现之间是否存在关联，以及公司的治理水平是否会对其上市造成很大影响等。

这份问卷的发布对象主要是本协会在亚洲和全球其他地区的公司会员，以及本报告支持单位的客户群和联系人网络。

我们一共收到了182份完整且具有可比性的回复。大多数回复者在其所在的上市公司中担任要职，比如董事、高管、董秘和高级经理。这些公司大多已经上市超过5年，市值超过50亿元人民币。

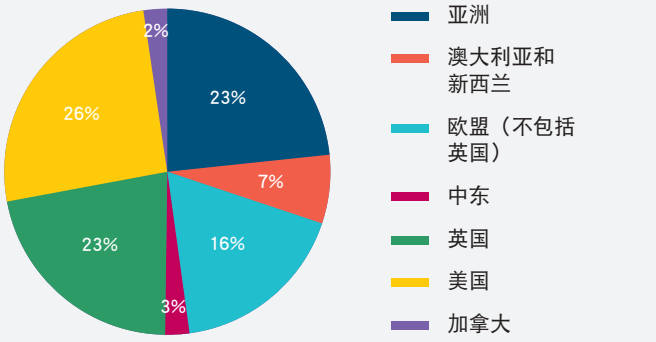
两组回复者的统计数据如下：

外国问卷回复者

如图1.10所示，外国机构投资者调查问卷的回复者主要来自美国、英国、亚洲和欧盟国家或地区，这与本协会会员的地区分布基本一致。还有少数来自澳大利亚、新西兰、中东和加拿大的投资者也回复了这份问卷。

回复者公司所在地
外国机构投资者

图 1.10



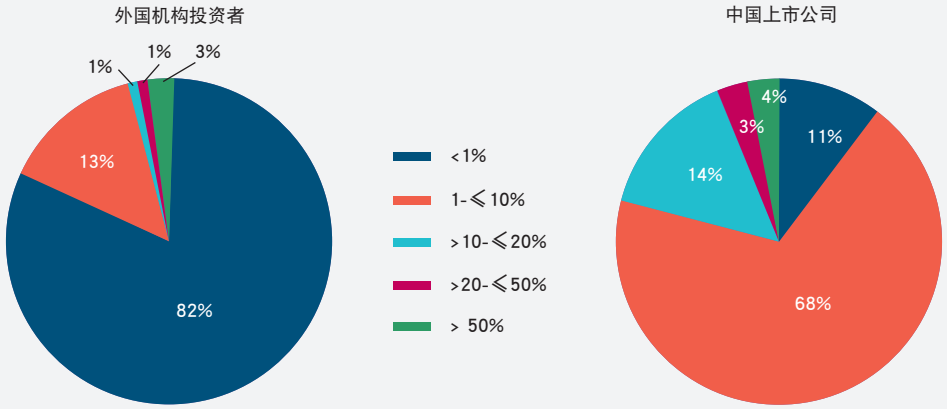
资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》

如图1.11所示，绝大多数回复者对中国A股公司的投资不到其全球资产管理规模的1%，也有少数回复者的这一比例在1%到10%之间。只有极少数回复者对中国境内上市公司的投资比例超过其资产规模的10%。尽管如此，有趣的是还有个别回复者表示这一比例超过50%。这些回复者多半是来自专注于中国市场、但规模较小的精品型投资公司。

但是如果将海外上市的中国公司也考虑在内，情况就明显发生了变化：大多数外国机构投资者表示对在海外上市的中国公司的投资额占到其全球资产管理规模的1%到10%，而且有相当一部分（大约五分之一）的回复者表示这一比例超过了10%。

对中国境内和境外上市公司的投资
占外国投资者全球资产管理规模的百分比

图 1.11

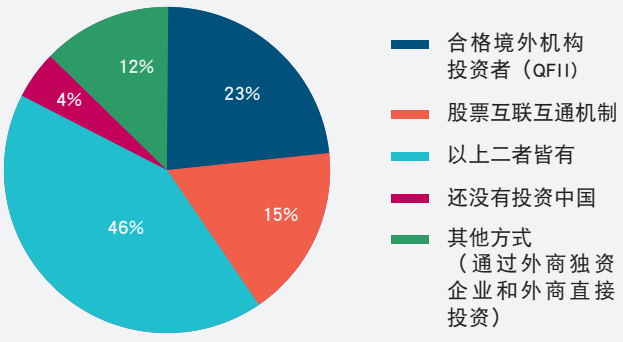


资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》和《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》

外国投资者在中国有哪些投资渠道？如下图1.12所示，大约四分之一的外国投资者仅通过合格境外机构投资者(QFII)渠道进行投资，还有15%的外国投资者只通过沪港通和深港通投资，另外近半数外国投资者会同时选择上述两个渠道。值得一提的是，还有一部分外国投资者通过外商独资公司(WFOE)或其他外国直接投资（FDI）渠道在中国进行投资。

投资渠道
外国投资者通过何种方式投资中国?

图 1.12



资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》

中国问卷回复者

我们中国上市公司调查问卷的回复者中大部分任职于上市5年以上的公司，其中约40%的回复者所在公司已经上市超过10年。这在中国股市不到30年的历史中已经算是一段不短的时间（如图1.13所示）。

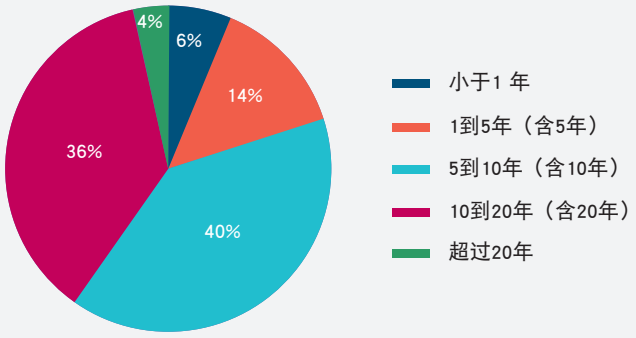
就公司市值而言，有54%的回复者所在公司的市值超过了50亿元人民币，如图1.14所示。其中有19%的公司市值超过了100亿元人民币。 总的来说，市值较大的公司一般都是国有企业。

从所有权结构来看，回复者所在公司中国有企业和私营企业的数量相当，另外还有13%来自“混合所有制”企业（如图1.15所示）。这让我们相信，此次调查问卷的结果覆盖了来自中国市场不同参与者的各种观点。

至于回复者公司的上市地，如图1.16和图1.17所示，几乎60%的问卷回复者所在公司只在单一地区上市。意料之中的，中国内地排在第一位，香港位居第二。只有少数回复者任职的公司是在新加坡、美国或英国单独上市。至于在多个地区上市的公司中，最多的是在中国内地和香港同时上市的公司，其次是在中国内地和美国同时上市，还有一些是在中国内地、香港和美国同时上市。

公司上市年限 图 1.13

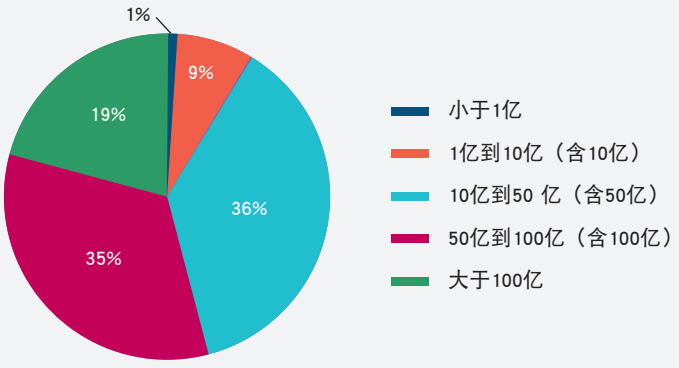
您的公司在中国上市多久了?



资料来源：《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》

公司市值 图 1.14

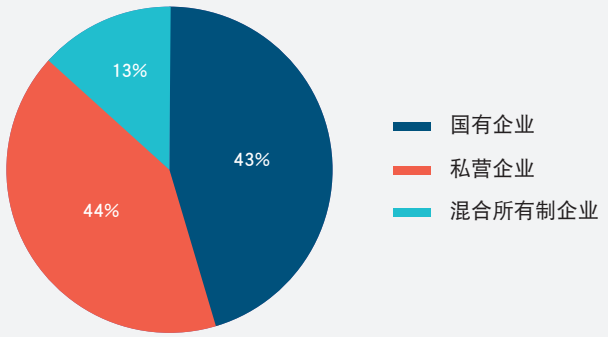
中国问卷回复者（元人民币）



资料来源：《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》

公司类型
中国问卷回复者

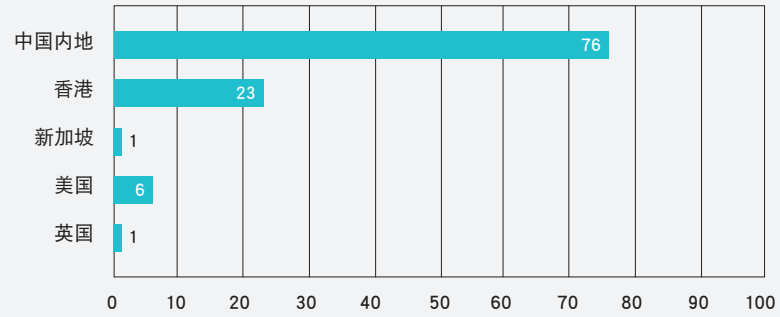
图 1.15



资料来源：《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》

公司上市地：单一地区
在单一国家或市场上市的公司数量（占样本59%）

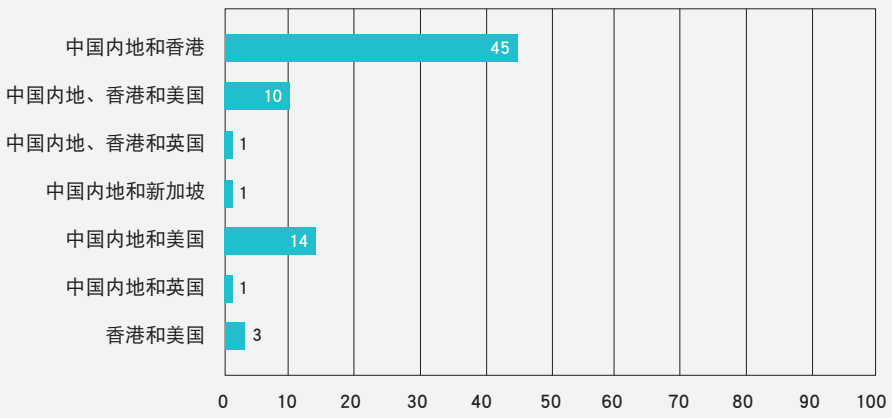
图 1.16



资料来源：《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》

公司上市地：多个地区
在多个国家或市场上市的公司数量（占样本41%）

图 1.17



资料来源：《《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》

改变从读书

第二章

政策背景

2.1 政策和监管背景

中国在资本市场发展的初期大力推行公司治理的“全球标准”。虽然这有助于中国公司在国际投资者之间赢得信任，但在实践过程中，监管和政治的必要性使得有关中国公司治理的解决方案必须“本土化”。如今，中国资本市场已经形成了混合的政策监管框架，各监管机构之间的协调也更为融洽。

简介

要回顾中国近几十年公司治理改革的历史，可以通过观察中国公司治理与“全球标准”的趋同和分歧开始。作为全球资本市场当中相对来说后进的“闯入者”，中国在一开始为了吸引外资投入国家的经济发展大计和国企改革必须去适应国际规范。事实证明中国的这一套做法非常成功，国有企业和民营企业在境内外上市的规模和数量都在不断扩大。许多数据都能体现这一巨大变革，其中最具代表性的两个是：目前香港恒生指数追踪的市场规模最大、流动性最好的50家公司中，有27家是由中国内地所有和控制的；港交所目前交易量最大的20只股票中，有16只是中国内地公司的股票。

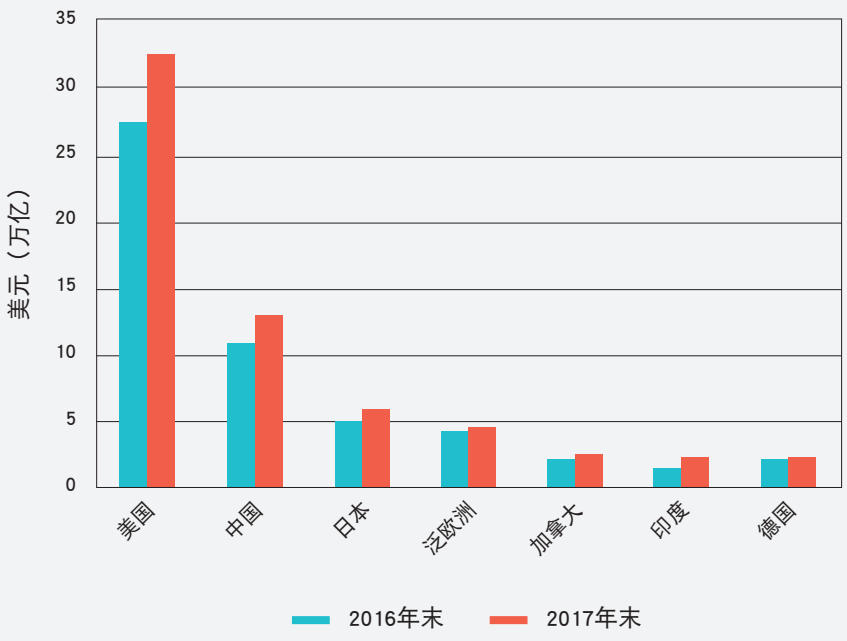
公平地说，从20世纪90年代初期到2005年前后，中国最主要的公司治理改革趋势是采用全球标准。从90年代末到本世纪初，中国曾经有许多金融监管机构的官员都是积极参与全球公司治理重要会议的座上客。他们还进行广泛的研究，将许多国外最佳实践的概念移植到中国的法律、法规和指引当中。然而，2007至2009年间的全球金融危机带来的冲击和失望给中国监管机构官员对“西方”公司治理理念的热情泼了一盆大大的冷水，这也是可以理解的——虽然可以说这种分歧早在金融危机以前就已经存在，因为权威机构意识到全球治理规范并不能解决中国所有复杂的、而且有时十分独特的治理问题。在过去的十年中，中国更多的是向内寻找答案，并且对自己解决挑战的能力表现出更多的信心。加强党委在上市甚至非上市公司中的作用很可能是这一趋势发展的一个高峰。

然而，作为一个拥有世界上第二大国内股票市场的巨大经济体（见下图2.1），而且随着越来越多的中国公司去海外进行投资和并购，相信在可以预见的未来，中国还会继续沿用这种本地发展结合全球趋势的政策制定模式。事实上，近期的一些政策举措表明，中国正在努力寻求各种方式来升级与国际投资界的沟通。中国对于一些宏观问题的强调，比如环境和气候变化等问题，使其在国际对话之中占有一席之地。中国也已经展现了在领导绿色金融发展方面的决心。另外，中国已经开通了允许跨境投资股票的互联互通机制，尽管资本控制仍在继续。

另外需要重视的一点是，中国政府内部在资本市场的改革方向、国家应该扮演的角色和国有企业管理等方面经常存在不同的观点。政策制定不是由一个单一的集体在一个一呼百应的环境下作出的。一些努力推行的重大政策举措颇具指导意义，比如基于美国体制的“首次公开发行（IPO）注册制”——相比中国现行的审批制度，该制度能减少公司上市过程的官僚程序，使之更加有效。支持的一方认为注册制将有效解决中国积压的大量上市申请者，但反对的一方则表示，中国目前还没有做好施行注册制的准备。最终的结果是，注册制被推迟了。类似的争论还有很多，涉及的议题包括“协议控制结构”(VIE)的未来、国有企业治理改革、党组织在上市公司中发挥的作用应该被披露的程度、IPO暂停、股票停盘交易等等。虽然这些政策领域的争论听起来可能很高深，但是这些争论最终的结果将会在很大程度上影响中国资本市场长期发展的成功与否。让这一情况更加复杂的是，个人投资者在股票交易市场占主导意味着该市场对政策的信息及其方向变化都极度敏感，如下图2.2所示。

全球十大股票交易市场
按国别汇总，2016年和2017年

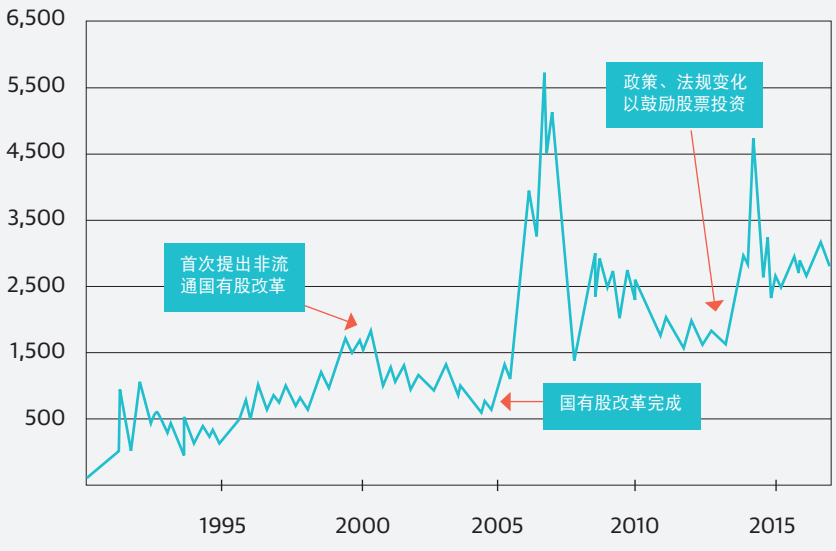
图 2.1



注：美国=纽交所和纳斯达克；中国=上交所、深交所和港交所；日本=东交所；泛欧洲=泛欧交易所：比利时、法国、荷兰、葡萄牙和英国；加拿大=多伦多交易所；印度=孟买交易所；德国=德意志交易所
资料来源：世界交易所联合会，亚洲公司治理协会研究分析

七上八下
上证综指，1990年-2018年

图 2.2



资料来源：Trading Economics网站

历史趋势

从广义上说，中国的公司治理改革在过去40年中一共经历了四次浪潮，而且每一次浪潮正好与每一个十年大致重合。

20世纪80年代：实验市场[1]

虽然据报道，中国的“股权实验”始于1979年末国家政策允许乡镇企业出售股权，但是实际上第一次浪潮是在1984到1986年间随着新企业形式的创造、城市企业发行股票以及第一批证券公司的成立等涌现的。中国的第一个IPO是在1984年，来自上海的一家企业，随后80年代中期上海开始场外交易股票。1986年沈阳开设了中国第一家证券交易所，接着1987年深圳发展银行进行了里程碑式的IPO，其中部分发行的股票以港币计价。该行在1989年公布的高额股息也助燃了“股票热”。

20世纪90年代：规范市场[2]

第二次浪潮始于1990年12月上海证券交易所的成立以及1991年7月深圳证券交易所的成立——距离1891年上海股份公所的成立刚好100周年。随后，所有的新发行股份和上市都仅限于这两家交易所。这期间首要的政策目标是加快国有企业重组以及减少银行的借贷压力。在此背景下，“现代企业制度”建立了起来，国有企业也从政府手中获取了一定程度的自治权。实际上，这样做的主要目的是为了减少行政干预、大股东的影响和关联交易。

这段期间的其他主要事件包括:

- 1992年5月：政府发布关于国有企业公司化和上市的规范意见，明确划分“流通”和“非流通”国有股份。
- 1992年10月：中国公司的第一次海外IPO——华晨汽车在纽约交易所上市。
- 1992年10月：中国证券监督管理委员会（证监会）成立。1993年7月证监会开始监督沪深交易所。1998年证监会被提升为正部级单位。
- 1993年7月：青岛啤酒成为第一家在香港上市的国有企业“H股”。投资银行家对党委这类敏感问题的处理方式是避而不谈。而且这种模式一直被沿用至2017年，直到H股公司纷纷开始修改章程将党建入章。
- 1993年12月：全国人民代表大会通过第一部《公司法》，自1994年7月起实施。
- 1994年8月：国务院发布《特别规定》，提高境外上市公司的治理标准。国务院随后又发布了“强制义务”。
- 1998年12月：全国人民代表大会通过第一部《证券法》，自1999年7月起实施。
- 1999年3月：证监会发布新版《关于进一步促进境外上市公司规范运作和深化改革的意见》。
- 1999年9月：上海浦东发展银行成为1987年以来的第一家商业银行IPO。

2000年代：尝试全球标准和本地化解决方案

第三次浪潮始于本世纪初，时任证监会主席周小川（后任中国人民银行行长）对中国上市的公司发布了一系列里程碑式的规定。如果说20世纪90年代的监管重心在为首批国有企业重组做准备，以及要求海外上市的公司具备更高的治理标准，那么本世纪前十年的监管目标则是转向提高国内上市公司和银行的治理水平。

这十年的前半部分的主要挑战是如何改革“非流通国有股”体制，即由国家持有的大量无法交易的企业股票。这也导致了投资者对于政府可能突然允许这些股票进行交易，因此会有大量股票涌入资本市场、压低股价的可能性充满了恐惧，严重打压了市场的投资热情。也是因为如此，当证监会在本世纪初试图改变监管政策时，股价大幅走低，而且一路下行（如上图2.2所示），直到2005年前后这一问题得到解决才有所回升。

这段期间的另一个特色是中国成立了新的机构来解决国有企业的管理和治理难题。其中最主要的机构是国资委，全称是国有资产监督管理委员会，总部位于北京。随后各省市也相继成立了各级地方国资委。

这十年间的主要事件包括：

- 2001年4月：证监会要求强制性季度报告。
- 2001年8月：证监会引入独立董事新规。
- 2002年1月：证监会和原经贸委发布《上市公司治理准则》。
- 2004/2005年：国资委实行试点计划，在中央国有企业中设置董事会。
- 2005年：中国银行业监督管理委员会（银监会）首次发布商业银行公司治理指引。
- 2005/2006年：《公司法》和《证券法》相继修订并生效。
- 2005/2006年：非流通政府所有股（G股）实行改革。允许中小股东参与改革投票。
- 2007年：中国会计和审计准则与国际财务报告准则和国际审计准则趋同。
- 2006年：深圳证券交易所发布上市公司社会责任报告指引。
- 2008年：上海证券交易所发布上市公司社会责任报告指引。
- 2009年2月：《刑法》修订案（七）对内部交易制定更严格的处罚。证监会[3]、上交所[4]和深交所[5]随后也相继出台相关规定打击内部交易。

这十年中，另一个毁誉参半的本地化解决方案是“IPO暂停”，即全面暂停新股上市，以平息市场，阻止资金抛售现有股票、大量买入新发行的股票。这项政策于上世纪90年代中期首次试行，并取得了一定的成功：1994年下半年首次IPO暂停之后股价大幅提升，但在1995年上半年第二次IPO暂停之后，股价的提升幅度有限。2001年和2004年（持续到2005年年初）的IPO暂停并没有取得预期的市场提振效果，不过2005年5月到2006年1月（G股改革前夕）那次持续时间最长的IPO暂停却带来了市场的大幅反弹。

2010年代：强调地方优先权

第四次浪潮是从2012年11月习近平担任中国共产党总书记和2013年3月担任国家主席开始的。此后，国家政策开始大力推行反腐倡廉，国企改革，以及在国有企业、上市公司和其他包括私营企业在内的大型企业中加强党组织的作用。这些政策都遵从同一个理念，那就是中国的公共体系和公司治理需要一个来自上层的更强有力的指导，即中国共产党的领导，以避免过去的过激反应，并确保当权人士行事符合基本的道德并能为其行为负责。

这个时期的其他改革基本上是之前政策的延伸。例如，这十年的一开始便是2011年有关加大对虚假信息披露处罚的新规：现行的“十三五计划”（2016-2020年）重点关注绿色金融和改善环境。最近，越来越多的人开始要求国内投资经理在其投资决策过程中考虑ESG因素等。2018年6月，证监会发布了大家翘首以待的修订《上市公司治理准则》（2002年版）征求意见稿。虽然此次的修订版准则继续参考经济合作与发展组织（OECD）的公司治理原则，不过准则中首次加入了有关党委的内容。

一个新出现的棘手问题是VIE公司结构。VIE通常被民营企业用来为其在受限行业（例如电讯通信和互联网服务等）运营的实体进行融资，这些实体通常在香港或纽约上市。2015年，商务部发布修订《外商投资法》征求意见稿，提出VIE监管的重大变化（详见下框：VIE——“可变”利益实体）。商务部至今还未颁布该法案的最终版本。

VIE:“可变”利益实体

“VIE”全称是“可变利益实体”(variable interest entity)，该术语最早是由美国财务会计准则委员会(FASB)使用。可变利益实体指的是通过模拟股权控制的一系列合约来控制一家实体，因此也被称为“协议控制”或通过“结构合约”来实现控制。这种协议控制要求主要受益人将VIE的账目并入其财务报表。这种做法被美国一般公认会计原则(GAAP)接受，并由FASB第46号解释确认。[7]

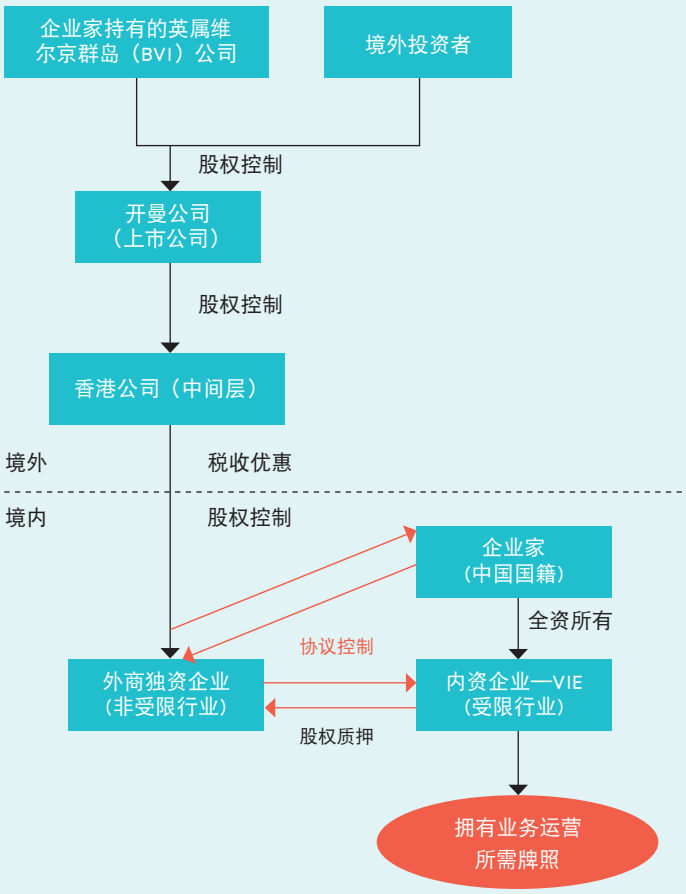
VIE结构起源于2000年中国新浪网在纽约的上市。据路透社报道，截至2015年，在纽约证交所和纳斯达克上市的200多家中国企业中，共有95家使用VIE结构。其他使用这种结构上市的大型公司包括百度、阿里巴巴和在香港上市的腾讯等网络巨头。事实上，VIE结构在香港也很常见，2017年底，腾讯子公司阅文集团也采用了这种结构上市。

创造VIE结构的原因非常简单：中国政府禁止或限制境外投资者投资许多境内的行业，比如电信、媒体出版和科技(TMT)产业等。但是，这些行业中的许多企业，尤其是私营企业，在过去10到20年间取得了飞速的发展。企业的发展需要资本支持，但是由于A股对净利润的要求使得这些初创企业无法在中国境内上市，因此，创业者只能选择从中国境外的市场募集资金。

结构介绍

一般情况下，VIE结构可以通过以下步骤搭建。中国的自然人创始股东通过在国外设立一层英属维京群岛(BVI)公司，作为自己的持股主体，再发起设立一家开曼公司。然后以开曼公司作为控股主体，通过在美国或者香港的上市引入财务投资者。如果是在香港上市，那么开曼公司会在香港注册一家全资子公司，再经由这家香港公司在中国内地设立一家外商独资企业(WFOE)。之所以绕道香港子公司而不是通过开曼公司在中国境内直接注册WFOE，是因为中国内地与中国香港之间存在税收协定，这样做可以享受一定程度的股息所得税优惠。同时（或在搭建以上结构之前），创始股东（中国公民）会为股东成立一家（或几家）内资企业（运营公司），这家企业通常经营外资不被获准或限制进入的行业，并持有相应的运营牌照。为了保证VIE结构的稳定性，持有开曼公司创始股东和内资企业股东的利益应当高度一致，通常情况下是同一批中国公民。外资持有中国境内的运营公司是不被允许的。

典型的VIE结构 图 2.3



资料来源：亚洲公司治理协会研究

既然在开曼成立的上市公司在中国没有任何资产，那么它是如何享受由运营公司带来的经济利润的呢？这是通过由开曼上市公司拥有的WFOE与运营公司之间订立一系列合同来实现的。这些合同通常会为了保护境外上市公司和WFOE的利益对运营公司的行为作出许多限制：

1. 运营公司所有的剩余收益和现金流均转入WFOE，以换取后者提供的管理和咨询服务、知识产权、技术研发支持等。
2. 境内运营公司的股权将全部质押给WFOE。
3. 境内运营公司所有知识产权的所有权归WFOE所有。
4. 境内运营公司未经过开曼控股公司和WFOE允许，不得在中国开设新的业务线。

根据以上描述，一个典型的VIE结构如上图所示。

风险介绍

中国的VIE结构存在一个主要风险和一个次要风险。主要风险是中国政府从未出台针对这一结构的具体监管规则，导致VIE结构一直游走在“非法令禁止即合法”的法律盲区。但是至少从表面上看，这种做法是与国家禁止或者限制外商投资某些领域的政策精神相冲突的。

2015年，商务部发布《外国投资法》草案征求意见稿。意见稿中基本阐明，由中国公民控股的VIE公司可以接受，但是由外商投资企业控股的除外。按照中国《合同法》的规定，VIE结构中的一系列控制协议可能被认定为“以合法形式掩盖非法目的”的无效合同。但是，这份公布的草案（尚未定稿）还是没有解决一些关键的问题，即如何对待已经存在的VIE公司，以及如何处理既不是由中国公民也不是由外国实体完全控股或者控制董事会的VIE公司。

尽管如此，所有申请上市并拥有VIE结构的公司都会在招股书中包含来自中国律师的保证，称其公司现行的结构没有触犯中国内地的法律，因此所有合同合法有效。招股书中一般还会包含警示语言，即政策或者法律法规的变化可能会使其商业模式在未来某个时间点无效。不过同时，市场的共识是禁止所有VIE公司对中国来说弊大于利，因为这将严重损害许多中国大型私营企业的利益，并且破坏国内正在蓬勃发展的互联网和电信行业。

关于VIE公司的次要风险是，境外的上市控股公司、WFOE和境内的运营公司之间可能会出现业务或人员问题上的分歧。大多数VIE公司应对这一问题的解决方法是通过签订涵盖未来各种可能事件的严密合同，并确保境外上市公司的所有者和境内运营公司的所有者一致。然而，仔细阅读这类公司的招股书有时会有意外的发现，比如最近在香港上市的一家VIE公司就在其招股书中承认，其合约中的某些争议条款可能“根据中华人民共和国的法律无法执行”。[8]

但是，毫无疑问，2010年代中国资本市场经历过的最大挑战是2015年6月的股灾。其原因有部分是因为官方鼓励和放宽政策，允许保险公司增加其股票投资。股市的大起大落凸显了中国在监管和市场行为方面的一系列潜在问题：过度灵活的股票停牌规则、影子银行在保证金贷款中扮演的角色、还有投资者极其短视的行为等等。

这十年的其他主要事件包括：

- 2013年7月：银监会发布新版商业银行公司治理指引，其中包括对于独立董事和监事每年在银行工作时间更为严格的规定。
- 2013年11月：中共中央十八届三中全会发布四项深化国有企业改革的新政。[6]
- 2015年9月和12月：上海和深圳交易所分别发布行业信息披露指引，其中包括各行业的关键绩效指标。
- 2018年3月：国家部委和机构进行重大重组，包括银监会和保监会合并成为银保监会。

当前政策领域

国有企业改革的四大支柱

中共中央委员会于2013年11月正式宣布通过以下列四大支柱为基础理念继续推进国有企业改革：

1. 通过“以管资本为主”，加强国有资产监管；
2. 明确界定不同国有企业的功能；
3. 完善法人治理结构；以及
4. 积极发展混合所有制经济。

随后，中国相继出台了一系列支持措施：

1.管理资本：“以管资本为主”的政策是由国务院发展研究中心副主任刘世锦于2013年11月首次提出的。[9]该政策最近在国务院2017年4月下达的一项通知中正式得到了批准。[10]这项改革的主要目的是让国有资产监督与管理机构（即中央和各级国资委）将重点放在对国家在国有企业中的投资进行保值增值（关键要规避损失），同时给予国有企业更多的决策权。这项改革限制了国有资产所有机构的职能，更明确地划定了“监督”和“管理”之间的界限。理论上，改革之后，国有企业的董事会将拥有更多权限。[11]

在实际操作上，政府列出了中央国资委应该不再履行或者下放给央企或地方国资委的一系列监管事项。在国资委先前针对央企的43个监管事项中，有26个已经被取消。其中包括指导评估机构的选聘、检查境外产权的管理状况、评价信息工作、以及指导档案工作等。还有9项被下放至央企或地方国资委，而剩余的8项则完全授权给央企负责。

换言之，国家应该尽量减少对企业日常管理的干预，更多地像机构资产所有者一样，重视企业的治理和财务收益情况。与这一模式最相近的是淡马锡（新加坡政府所有的投资控股公司）。事实上，国资委和淡马锡长期保持着密切的联系，后者也向中国的国有企业管理层提供定期的董事培训课程。如果妥善实施，这项政策将会在一定限制内让国有企业的董事会和管理层拥有更多的自主权。国家不宜过度放宽监督，因为过去的经验证明，如果国有企业没有得到适当的监督，很多问题便会接踵而至。但是在另一方面，如果国有企业无法提升其管理层的专业化程度，或者频繁受到政府的过度干预，那它们的业绩也将持续低迷。

2. 国有企业分类：“明确界定不同国有企业的功能”指的是根据国有企业的所有权结构、监管方式及经济和社会功能，将国有企业进行分类。此前，国有企业的分类依据是所有权结构，以及其进行汇报

的国有资产监督机构。由于对国有企业不同的功能和性质没有统一定义，因此很难为同类国有企业制定有针对性的改革、监管、管理、评估和调整方案。这便导致国家经济出现产业布局过于分散、资源分配不足等问题。2015年，中共中央委员会特别出台了《关于深化国有企业改革的指导意见》，引入了新的分类体系[12]（详细论述请见本报告第3.5章）。

3. 法人治理：改善“法人”治理结构指的是解决企业（法人）治理中的矛盾。尽管许多国有企业成功地完成了企业重组，建立了由“三会一层”组成的正规治理结构（即股东大会、董事会、监事会和管理层），但实践中的治理流程却常常流于形式。具体而言，在部分国有企业中，“领导”仍然是拥有最终决策权的人而且鲜少有决策是经由董事会成员集体讨论作出的。监事会没有妥善履行其监督职能，只是符合《公司法》对其成员组成要求的最低线（也就是说，大部分监事都是企业的内部人员，因此不会对董事会的决议提出任何异议）。同时，针对国有企业管理者的激励机制明显不足：他们的收入与他们创造的价值不成正比。

政府对这些问题拟定的解决方案包括以下几点。第一，强化董事会的独立性和专业知识，授权董事会履行其预设的职责与责任。第二，通过加强监事会的监督职能，强化对国有企业的监督。第三，确保国有企业高管的薪酬符合公众预期，并具有正向的激励作用。这就意味着要提高党和党员干部的薪酬上限，同时允许职业经理人按照市场价格收取薪酬。第四，通过以下措施强化党在决策制定和监督中发挥的作用：党委成员、董事和监事之间的“交叉办公”；将党委的前置程序规范化；要求国有企业将党建入章，以加强党的领导作用。

换句话说，在政府的眼中，强化党委的作用是为了改善公司的治理情况——包括党为国有企业提供更强的领导和指导作用，以确保国有企业严格遵循国家制定的政策和战略优先级。国有企业的管理者被时刻提醒的是，国企是为人民服务的，而不是为了追逐个人利益（历史遗留问题）。另一方面，加大党和国家对国有企业的控制似乎与上述重要目标相悖，即增强董事会的独立性以及监事会的监督职能。这些政策的实施效果仍有待观察。很显然，每家国有企业都需要找到自身正确的平衡点，以确保这项改革的精神得到正确的解读。

4. 混合所有制：第四项政策混合所有制可以说是“旧瓶装新酒”。虽然可以说上市国有企业自进入股市以来就一直采用混合所有制，这项新政指的其实是对国有企业在治理和管理方面更深层次的改革。用官方的话来说，这项政策允许国有企业将“国有资本、集体资本和非公有资本”结合成“混合所有制”的形式。非公有资本指的是民营资本。这将“放大国有资本的作用”并且“实现国有资本与民营资本优势互补的目标”。

虽然中石化股份公司在2014年宣布了一项令人兴奋的重大混合所有制改革计划——重组旗下的石油销售业务，并与25个国有和私人投资者一起组建新的零售公司（中国石化销售有限公司）——可是直到最近，这一计划的进展依旧比较缓慢。

这一政策的实施在2017年8月迎来了一个小高潮。届时，中国联通宣布旗下的A股公司（中国联合网络通信股份有限公司）将实行一项新的混合所有制计划，引入一些新股东，其中除了一些国有企业之外，还包括中国的四大科技巨头——腾讯（110亿元）、阿里巴巴（43.3亿元）、京东（50亿元）和百度（70亿元）。虽然中国联通的这项计划有点出师不利（最初的计划因涉嫌违规在公布的当晚即被公司召回），但是可以看出公司方面是希望通过此举来改善自身的公司治理和业务结构。事实上，中国联通在2018年2月宣布其新一届的董事会成员将包括来自百度、阿里巴巴和腾讯的代表以及其他新的战略投资者。新的董事会也由之前的7名成员扩大至13名，其中包括8名非独立董事和5名独立董事。不过，新加入的投资者将会对公司产生多大的影响现在还是未知数：这四大科技公司合计只拥有中国联通一小部分的股份，而其母公司（中国联合网络通信集团有限公司）仍持有将近38%的股份。

向前看，比较可能的一种情况是，在大型中央企业中混合所有制改革将会和公司还有股权方面的改革并行。截至2016年底，101家中央企业中仍有69家集团公司为“全民所有制企业”（即由政府全资所有）。2017年7月26日，国务院办公厅发布《中央企业公司制改制工作实施方案》，规定2017年底前，

由国资委监管的所有中央企业及其子公司（不含中央金融和文化企业）要全部改制为按照《公司法》登记的有限责任公司或股份有限公司。截至2017年底，除中国冶金地质总局和中国煤炭地质总局外，所有涉及的中央企业均已按照要求完成改制（上述两家事业单位的改制截至2018年6月底均未取得进展）。政府认为这项改制计划对于在中央企业之中建立现代企业制度至关重要，而且是为了后续的一系列改革（包括混合所有制和资产证券化等等）铺平道路。[13]

不过，虽然混合所有制可能会被国有企业的子公司广泛应用，但是它对国有企业集团公司或者说母公司的股权结构应该不会产生多大的影响。这是因为一级母公司拥有足够的资金，不需要借助外部投资者提供的资金来发展公司。其次，股权的多样化可能会造成与非国有投资者之间的法律纠纷，因而对集团公司（连带政府）的声誉产生负面影响。所以，混合所有制在二级或三级子公司之中开展的可行性更高。

修订版《公司治理准则》

2018年6月，中国证监会发布了《上市公司治理准则》修订版征求意见稿。该意见稿以2002年发布的上一版准则为基础，并将2015年修订后的《G20/OECD公司治理原则》作为其主要的参考材料之一，因此这份意见稿中更加注重机构投资者的作用以及董事会的职能。

新版准则的一个重大变化是提出党组织是中国公司治理体系中不可或缺的一部分（2002年版的准则没有提及党组织或党委）。这一条款非常简短，并没有要求公司披露其党委的工作内容。但是，该条款在准则中出现的意义可以说是不言而喻。

其他的变化包括更加强调：

- 机构投资者作为管理者的角色；
- ESG披露；
- 健全董事会（包括独立董事）的问责制；
- 加强监事会的作用。

准则中还提及，沪深交易所、中国上市公司协会和中国证券投资基金业协会将会根据该准则的内容进一步制定更加详细的指导意见。

保险行业的治理改革

如本报告第5章和第6.3章所述，中国的保险行业在近几年经历了过山车一样的变化。虽然保险行业的整体状况还算良好，但是不少保险公司已经被贴上了如下标签：激进的商业模式，资产和负债管理不匹配；公司治理结构不完善，内部人控制，内控体系不足；股东虚假注资；偿付能力参差不齐，尤其是中小型保险公司。另外，随着金融行业的不断发展和进一步多样化，保险公司逐渐与银行、证券公司和基金公司的业务重合，因此增加了同一问题在同业之间互相传导的风险。

目前保险行业的根本问题在很大程度上要归咎于原保监会在2012到2013年间推行的一系列政策放宽。保监会通过一系列改革措施扩大了保险资金允许投资的产品范围，即所谓的险资13项新政，内容涵盖了资产配置、委托投资、债券投资、基础设施债权投资、境外投资、融资融券、衍生产品等。同时，保监会还放松了对保险行业的投资限定，在吸引了大量民营资本的同时，也加剧了保险行业的竞争。2014年，国务院也下发了一系列加快保险行业发展的新政。[14]这些政策福利带来了前所未见的机遇，但同时也导致了风险的不断累积。

目前加强保险行业监管的政策包括控制险资投资范围，加强资产和负债管理的匹配，以及收紧海外投资规定，以降低个别机构过激投资的风险。同时，保监会在2016年底开始承诺将与其他金融监管机构更加密切地合作，以防止监管套利。[15]

机构改革

中国资本市场的监管体系长期以来一直被外界称为“一行三会”：一行即中国人民银行，是负责监督宏观经济调控、金融改革与稳定，以及金融市场发展的中央银行；三会即分别负责银行业、证券市场和保险业监管的银监会、证监会和保监会。尽管这一体系在过去运行良好，但近年来一个反复讨论的主题是需要加强金融监管机构之间的沟通协作，以应对监管体系的日益复杂和资本市场愈加频繁的动荡。现如今，利率市场化改革已经基本完成，创新型金融产品出现了爆炸性增长，商业银行的混合商业模式正在加速整合，非银金融机构和非银企业已经争先恐后地为混业经营搭建了平台。在“分业监管”的模式下，各监管机构的权力和责任重合，带来不可避免的冲突和问题。许多人相信，2015年股市经历的动荡在一定程度上正是这种监管模式的副产品。

其实在某种程度上，政府曾经预见到了这个问题。2013年8月，国务院批准成立金融监管协调部际联席会议。联席会议由央行牵头，银监会、证监会、保监会和外汇局为成员单位。如有必要，该联席会议还可邀请发改委、财政部或其他部门参会。联席会议的主要目标是分享金融信息以及协调金融政策和法律法规。但是由于联席会议的成立并没有赋予央行新的权力，最终该会议的主要功能变成了信息分享，而没有任何行政施压的权力。

2017年7月，在全国金融工作会议上，中国首次提出了设立国务院金融稳定发展委员会的议案。该委员会将对金融市场的监督和统筹负最终管理责任，强化央行宏观审慎管理和系统性风险防范的职责，落实金融监管部门的监管职责，加强监管问责。该委员会是国务院直属，行政级别位于“一行三会”之上，因此是管理金融发展和监管的更高一级权力机构。与此前的部际联席会议相比，这一机构更有望行使其实权。

另外值得一提的是，由于2018年3月的主要政府机关重组，“一行三会”现在已经变成了“一行两会”，银监会和保监会合并成为了中国银行保险监督管理委员会（银保监会）。

公司比较

鉴于中国尚未发展成熟的股票市场无法满足多元化和快速变化的企业及行业所有的融资需求，于是产生了大量在中国境外上市的国有企业和民营企业。由此，也产生了许多用于对这些公司进行分类的标签和简称。

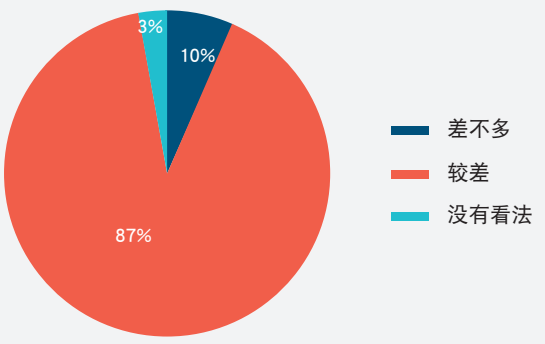
任君挑选

在中国境内注册的公司的投资选项包括：

- **A 股**：在中国境内上市，仅以本国货币交易（人民币）。
- **B 股**：在中国境内上市，仅以外币交易（上交所是美元，深交所是港币）。2001年2月19日之前仅向外国投资者发售。
- **H 股**：在中国香港上市，以港币交易。大部分在香港上市的国有企业为“H股”。

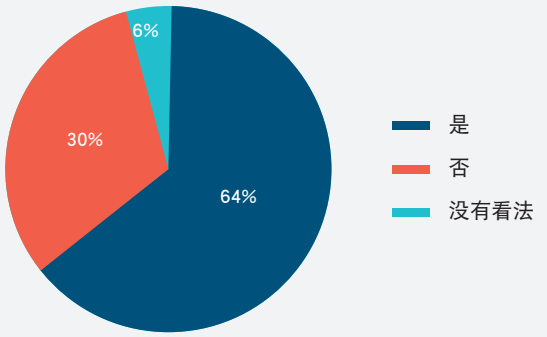
评价中国的投资者保护水平 图 2.4

外国机构投资者如何比较中国和亚太地区发达市场（即澳大利亚、香港、日本和新加坡）的投资者保护水平？



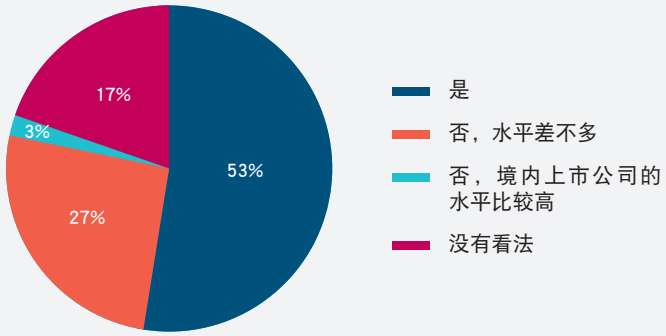
注：问卷选项中包括”较好“选项，但是没有回复者选择这一项。
资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》

境外上市的中国公司治理水平是否更好? 图 2.5
外国投资者如何评价海外上市的中国公司的平均治理水平



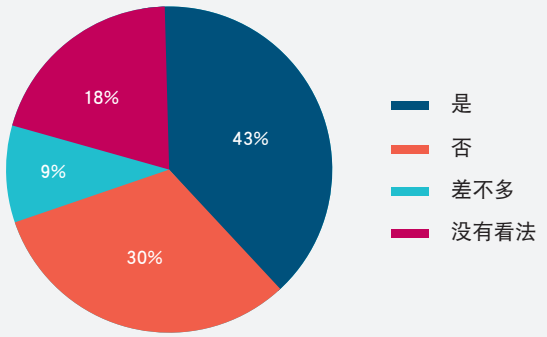
资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》

境外上市的中国公司治理水平更优 图 2.6
请问您同意在海外（香港、纽约、新加坡）上市的中国内地公司的公司治理水平会普遍高于在中国境内上市的公司吗?



资料来源：《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》

投资者保护：美国 vs 香港 图 2.7
请问您同意在美国上市的中国内地公司的股东享受的投资者保护措施要优于在香港上市的同类型中国内地公司吗?



资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》

另外还有以下在中国境外注册的公司：[16]

- **红筹股**：在中国境外上市的国有或国家控股企业，以外国货币交易。其中许多公司在中国香港注册并上市。（有些人用红筹股专门指代这类在香港上市的公司。）
- **N 股**：在美国上市并以美元交易的公司。许多这类公司在英属维京群岛、百慕大或开曼群岛注册，在纽交所或纳斯达克上市。
- **P 股**：在香港上市的民营企业，以港币交易。许多这类公司在英属维京群岛、百慕大或开曼群岛注册。
- **S 股**：在新加坡上市并以新加坡元交易的公司股票。

对于在中国境外注册的公司，想要获得以上四个标签之一的资格，其发源地、所有权和控制权以及大部分的经营活动都必须在中国境内。还需要强调一点，这些标签是由证券交易所发明的昵称，目的是为了方便将这些公司与在中国境内注册的发行公司进行区分，并不存在监管依据。相比之下，“A股”、“B股”和“H股”这些术语都可以在上市规则当中找到。

谁的治理更好?

说到这里，让人不禁想问，哪类公司的治理水平更好？我们在对外国机构投资者和中国上市公司的调查问卷中都提出了这个问题。回复的结果表明，绝大部分的外国投资者认为中国市场的投资者保护措施较亚太地区的发达市场相对薄弱，而在境外上市的中国内地公司的平均治理水平要好于A股上市公司（如图2.4和2.5所

示）。除了在监管和执法制度上的差异外，还有一个造成这种差异的原因是海外机构投资者所发挥的作用，因为他们更愿意挑战公司的管理层并坚持与公司进行沟通。

我们中国问卷调查的大部分回复者都认同在境外上市的中国公司的治理水平要好于A股公司（请见图2.6）。

有趣的是，当被问到在美国上市的中国内地公司的股东所享受的投资者保护措施是否优于在香港上市的内地公司的股东时，只有不到一半的外国投资者同意这种说法，几乎三分之一的回复者否定了这种说法（请见图2.7）。

结语

在其资本市场发展的前40年当中，中国实行了根本性的、广泛的改革措施，试图在自身需求与国际投资者的需求之间寻求平衡。在上世纪90年代和本世纪初试行过全球标准以后，中国更多地是选择转向本地化的解决方案，以期解决各种根深蒂固的国内治理难题。随着资本市场当中出现的新的国际关系，加上公司和金融行业不断的国际化，中国现行的政策框架体现了一种混合方式。中央一方面在其认为需要的时候强调本地化特色和解决方案，另一方面也在强化或引入全球规范。如果实施得当，国有企业改革的成果将会对资本市场产生极大的积极影响。与此同时，投资者也期待看到新外商投资法的审议结果，并期望新成立的金融稳定发展委员会以及“一行两会”在监管领导上可以更加稳定。

尾注

1 中国证券市场历史的优秀总结详见Carl E. Walter和Fraser J.T. Howie的《中国私有化：股票市场及其在企业改革中的作用》，约翰.威利父子出版社（亚洲），2003，2006（第2版）。我们的20世纪80年代部分大量参考该书内容。

2 此部分来自Walter 和 Howie, 2003年。

3 《关于依法打击和防控资本市场内幕交易的意见》，国务院办公厅[2010]55号，《关于上市公司建立内幕信息知情人登记管理制度的规定》，证监会公告[2011]30号

4 《上海证券交易所股票上市规则》（2014年修订），上海证券交易所[2014]65号

5 《深圳证券交易所股票上市规则》，深圳证券交易所[2014]378号 深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引》（2015年修订）深圳证券交易所[2015] 65号，第五章第二节和第三节：内幕信息知情人登记管 《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》（2015年修订）深圳证券交易所[2015] 65号，第五章第四节：内幕信息知情人登记管理

6 中国共产党，《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，中共中央十八届三中全会，2013年11月15日

7 财务会计准则委员会，第46号解释，2013年1月；2003年12月修订。

8 阅文集团，全球发行，2017年10月26日，第204页。

9 中国共产党新闻，“刘世锦：首次明确提出以管资本为主加强国有资产监管”，2013年11月19日：请参阅：http://cpc.people.com.cn/n/2013/1119/c164113-23592860.html

10 国务院，“国务院办公厅关于转发国务院国资委以管资本为主推进职能转变方案的通知”，第38 【2017】号，2017年4月27日。见：http://www.gov.cn/zhengce/content/2017-05/10/content_5192390.htm

11 国务院，“国资委以管资本为主推进职能转变方案的通知”，第38号，2017年

12 中共中央委员会，“中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见”，第22号，2015年

13 深圳市投资基金同业公会，“大转折！一个新时代很快到来，央企改制9大要点解读”，2017年7月28日

14 国务院，《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》，2014第29号

15 项俊波 《保监会将加强与证监会等部门协作 防止监管套利》，新浪财经，2016年12月13日

16 富时罗素，《中国股票类型指南 v1.3》，2018年3月

中国特色

第三章

中国特色公司治理

3.1 党组织：领导核心

外界对党组织在中国公司治理中的作用知之甚少。中国共产党党章和公司法都为党组织的地位提供了法律依据。党在国有企业中有着核心领导地位，而在私营企业中，党的影响力也在不断增强。近年来的政策改革重新巩固了党组织的地位，其中包括许多国有企业在2015到2017年间将党建工作写入公司章程。

简介

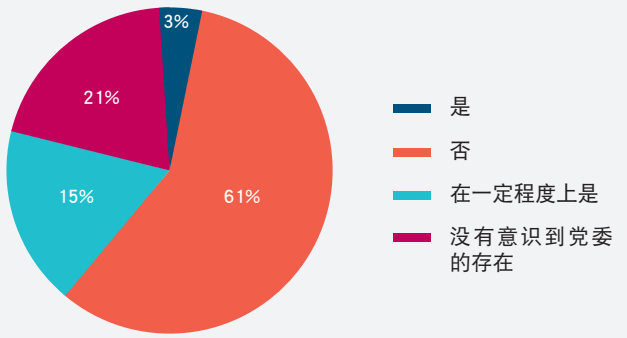
中国公司治理的一大特色便是由中国共产党设立并向其定期汇报的“党组织”或“党委”的存在。虽然中国企业，尤其是国有企业中设置党组织和党委可谓由来已久，但它们可能是具有中国特色的公司治理结构中最不为人所知的一环。正如我们2017年对外国机构投资者进行的调查结果所示（请见图3.1），大约五分之一的回复者表示并没有意识到党委的存在，其余的回复者则表示，希望看到更多有关党委作用和职责划分的信息。这种认知的缺乏是因为一直以来围绕党组织权力、责任、及其与董事会和公司其他治理实体之间关系的透明度都非常低。公司法和证券法也都没有对这方面的披露提出要求。

中国在2010年至2017年间推出的一系列政策，进一步巩固了党组织在国有企业中的核心领导地位，也明确了党组织在企业的决策链中比董事会位置更靠前。事实上，党组织在民营企业中也广泛存在，不过主要的作用是集合党员，领导工会，以及引导企业合法合规经营。近几年，在华经营的一些跨国企业也承受着越来越大的压力——被要求设立党组织。其中有许多已经做出了相应的安排。

虽然这些政策的变化看起来与中国此前一直倡导的市场化改革直接相悖，也代表了一种完全不同的公司治理模式，但是需要理解的是，它们是“社会主义现代化”进程中不可分割的一部分。2017年10月新修订的《中国共产党章程》（简称“党章”）在总纲中明确指出，中国共产党仍然坚决反对“资产阶级自由化”（即西方国家的自由价值观），中国仍处于建设“社会主义市场经济”的初级阶段，目前的经济制度仍然是以“公有制为主体、多种所有制共同发展”，中国共产党是整个社会发展的领导核心，必须“毫不动摇地巩固和发展公有制经济”，同时“引导非公有制经济发展”。

党委的作用是否清楚? 图 3.1

外国投资者对于党委在中国上市公司中职能和责任划分的看法



资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》

尽管党组织和党委在中国的公司治理体系中可谓根深蒂固，但相关信息的透明度却一直非常低。2017年的改革首次要求国有企业将党建工作写入公司章程。这不但将党组织和党委从幕后一下推到了台前，还引发了诸多外国投资者的争议和担忧。但反过来看，实际上这些改革也可能使党在国有企业中所扮演的角色，以及党对民营企业所产生的影响，变得更加透明。外国投资者普遍希望看到上市公司更多地披露党组织相关信息，就像定期披露董事会和监事会的工作内容一样，披露党组织的工作内容。

法定地位

党章确立了保障党组织和党委在国有和非国有企业中运作的基本法律基础。2012版党章第32条简要明确了基层党组织在国有企业中的“政治核心”作用。而2017年党章（最新修订版）第33条则在此基础上做出了如下说明：

> “国有企业党委（党组）发挥领导作用，把方向、管大局、保落实，依照规定讨论和决定企业重大事项 。”[1]

值得一提的是，两个版本的党章都进一步阐述了基层党组织的作用是“保证监督党和国家的方针、政策在本企业的贯彻执行”，以及应该“支持股东会、董事会、监事会和经理（厂长）依法行使职权”。党组织“参与企业重大问题的决策”，而且应该“领导思想政治工作”和企业的“精神文明建设”。2002版党章中也可以找到类似描述。

至于民营企业，党章说明如下：

> “非公有制经济组织中党的基层组织，贯彻党的方针政策，引导和监督企业遵守国家的法律法规，领导工会、共青团等群团组织，团结凝聚职工群众，维护各方的合法权益，促进企业健康发展。”

党组织的重要作用在公司法中也有提及。公司法1993年初版和2013年最新修订版的第19条均规定：

> “在公司中，根据中国共产党章程的规定，设立中国共产党的组织，开展党的活动。公司应当为党组织的活动提供必要条件。”[2]

上述法律法规对中国公司治理发展的图景产生了极大的影响。截至2016年底，已有约18.9万家公有制企业建立了党组织，占公有制企业总数的91%。此外，约185万家非公有制企业中也已经建立党组织，占非公有制企业总数的约68%，较上一年增长16 %。[3]

名字的含义

中国国有企业的年报读起来可能会让人有点困惑，因为有些企业用 “党组织”，有些用 “党委”，还有些会用“党组成员”来称呼其治理结构中的党代表实体。那这些名字之间究竟有什么区别呢？

基本上，“党委”和“党组成员”指的是由企业里扮演领导角色的高级党员所组成的集体。他们定期在董事会召开会议前开会，商议和审批企业的重大决策（详见下文“党委的作用是什么？”）。虽然有些企业，例如中石化，会使用“党组”来指代其高级领导团队，但党组织一词涵盖的范围通常更广，一般是指企业中全部党组织，不仅包括领导团队，还包括各级各部门的党员干部，尤其是人事管理部门。比如，党组织的一项重要工作便是监督和确保企业中的全体党员遵守党的纪律。

2017版党章第32条规定：“党的基层组织是党在社会基层组织中的战斗堡垒，是党的全部工作和战斗力的基础。”紧接着，第33条又规定，党的基层组织在企业中“应该全心全意依靠职工群众，支持职工代表大会开展工作；参与企业重大问题的决策”。

加强党的控制

自2010年以来，中国共产党、国务院和国资委先后出台了一系列政策，希望加强和明确党组织在国有企业当中的核心领导地位。首当其冲的就是通过贯彻落实所谓的“三重一大”决策制度，加强党委在企业中的集体决策权。“三重一大”决策制度最早是1996年由中央纪委提出，具体是指重大事项决策、重要干部任免、重要项目安排、大额资金的使用，必须经集体讨论做出决定的制度。[4]

自2012年11月中国共产党第十八次全国代表大会选举习近平为总书记以来，政策改革的势头更为猛烈。2013年，中央组织部和国资委共同发表了关于央企党委在现代企业制度下应该充分发挥政治核心作用的政策意见。该意见还强调了党委在人事管理方面，尤其是对党员干部的监督，以及在思想政治工作方面的领导作用。

2015年8月24日，中共中央和国务院发布了《关于深化国企改革的指导意见》，再次强调了党组织的政治重要性，并提出了党组织领导班子成员可以通过法定程序进入董事会、监事会和经理层交叉任职。指导意见还指出，到2020年，“国有企业党组织在公司治理中的法定地位将更加巩固”。

2016年5月底，国资委在党中央机关刊物《求是》杂志上刊登了一篇题为《在全面深化国企改革中加强党的建设工作》[5]的文章。文章的核心内容为亟需进一步加强党在国企中的领导地位，并首次提出了党委应该在董事会之前对企业的重大决策进行正式讨论和审批（“前置程序”）的观点。

2016年10月11日，习近平总书记在全国国有企业党的建设工作会议上发表讲话，指出党建工作的核心思想是要“把党的领导融入公司治理各环节，把企业党组织内嵌到公司治理结构之中，明确和落实党组织在公司法人治理结构中的法定地位”。

“把党的领导融入公司治理各环节，把企业党组织内嵌到公司治理结构之中，明确和落实党组织在公司法人治理结构中的法定地位”

2017年5月，国务院印发的《关于进一步完善国有企业法人治理结构的指导意见》和《国务院办公厅关于转发国务院国资委以管资本为主推进职能转变方案的通知》进一步强化了这种政策导向。[6]这两项文件的主旨都是巩固党组织在国企治理结构中的领导地位，提出应该将党建工作写入国有企业的公司章程。更重要的是，文件中还强调了党对干部人事工作的领导权。

社会各界对上述政策改革的态度分化十分严重。支持市场化规则的一方认为这是一种发展进程上的倒退，担心这种做法会弱化企业里其他治理实体，特别是董事会的作用。他们认为这样的政策将无法兼容于一个越来越国际化，且预计未来会日益开放的资本市场之中。另一方面，持现实主义观点的一方则认为，其实党组织一直以来都在国有企业的治理和管理中起着核心作用。他们辩称，近期政策上的变化只是对既定事实的强调，而非政策导向的彻底改变。

从政府的角度来看，上述政策不仅会加强党在国企中的领导地位，从而改善企业的治理水平，还会从实际层面帮助控制党员干部及其他人员的贪腐行为。正如2017版党章所述，任何组织中的基层党组织都必须“监督党员干部和其他任何工作人员严格遵守国家法律法规”及“教育党员和群众自觉抵制不良倾向，坚决同各种违纪违法行为作斗争”。

党委的作用是什么?

理论上，党组织和党委的作用是参与企业的公司治理，但不直接干预企业的管理和经营决策的制定。起初，设立党委的目的是为了确保企业的重大决策不偏离国家法律法规、党的纪律和基本政治原则。事实上，党章中也明确指出，党委在国有企业中的作用是“把方向、管大局、保落实”，以及参与企业“重大问题”的决策制定。

实际上，党委的作用主要有以下三个：

1. 制定“三重一大”决策：即重大事项决策、重要干部任免、重要项目安排及大额资金的使用。
2. “双向进入、交叉任职”：党委成员可以进入董事会、监事会和经理层，反之亦然。这将有助于贯彻落实党组织的意见和协调党组织与董事会、经理层之间的沟通。[7]
3. 监督“党管干部、党管人才”原则的落实：前者要与董事会选聘高级管理人才以及人事管理相结合；[8]后者则需要通过落实《国家中长期人才发展规划纲要（2010-2020）》来实现人才的引进、培训和开发。[9]

党建入章

从2015年底开始，越来越多的中国上市公司为了将党建入章而开始修改公司章程。其中，2015年12月就修改了章程的哈尔滨电气集团佳木斯电机公司是最早一批将党建入章的上市公司之一。2016年1月，新疆天山水泥和中材国际紧随其后，也修改了章程。根据国际代理投票顾问公司ISS的统计，从2015年底到2017年6月，共有近180家上市公司为了将党建入章而修改了章程。

不过，这波修改公司章程的浪潮直到2017年才正式抵达香港——超过30家在香港上市（在内地成立）的大型国有企业在这一年向年度股东大会或临时股东大会提出了将党建入章的议案。对于这些议案，尽管有些机构投资者表示接受，也有不少持相反意见。其中：

- 中石化的A股和H股股东分别以99.99%和99.68%的高赞成票表达了他们对于修改公司章程议案的一致同意。
- 中国工商银行的股东对修改公司章程的议案则反馈不一：虽然反对票的占比仅为总票数（含A股和H股）的5.7%，但H股股东投反对票的比例较A股股东明显要高得多。反对票数共计175亿，占与会H股股东所持452亿总票数的近39%。（虽然可能并非所有的反对票都来自H股股东，但由于国家相关机构在A股中的高占股比例，不难猜想绝大部分的反对票是来自H股股东。）
- 中国建设银行的股东对章程修改议案的反馈又不太一样：反对票占到总票数的12.8%，但是这次H股股东投的反对票比例仅为13%。
- 重庆钢铁的情况则截然不同：在所有H股股东的投票当中，反对将党建入章的比例超过70%。

各家公司党建入章获得的股东支持率不同除了是因为章程修改的范围不同，还因为各公司与股东的沟通程度和效果不同

上述上市公司的股东对于党建入章议案的投票结果之所以如此不同，其中一个原因是各公司提出的章程修改范围不同。比如中石化只是对其章程做出了两项简短的修改（详见本报告第6章的中石化案例分析），而工商银行的章程修改就要复杂得多（参见下框及本报告第6章的工商银行案例分析）。另一个可能的原因是各公司与投资者之间的沟通程度不同——许多常驻香港的外国机

构投资者都表示在2017年的股东大会高峰期来临之前曾被所投公司积极游说过，希望他们支持相关议案。当然，有些公司的投票结果也受到了国际代理投票顾问对此类议案投票建议的影响。

右表3.1提供了其他一些公司的投票情况：

与此同时，国资委曾在2017年中宣布已经有100家大型国企按照规定修改了公司章程。另外，国资委下属74家企业的董事长同时兼任所在企业的党委书记，反映了党在这些国企中更高的决策地位。[10]据了解，有些正准备去境外上市、但国有股权比例低于三分之二的国企已经收到了地方国资委要求其暂停修改公司章程的通知，以防议案遭到境外投资者投票否决（此类议案需要至少三分之二以上的赞成票才能通过）。

股东发声 表格 3.1

2017年股东对党建入章议案反对票比例最高的H股公司

公司名称	股东大会日期	股东大会类型	反对票比例(%)
新天绿色能源	11月10日	临时	17.09
中国铝业股份有限公司	10月26日	临时	16.11
哈尔滨电气	12月1日	临时	14.26
兖州煤业	11月27日	临时	13.98
龙源电力集团	12月15日	临时	12.95
北京京客隆	5月26日	年度	12.68
广州汽车集团	8月23日	临时	12.52
马鞍山钢铁	11月30日	临时	12.21
重庆农村商业银行	12月11日	临时	10.12
中国银河证券	9月29日	临时	7.86
新华保险	12月19日	临时	7.85
中国银行	6月29日	年度	7.01
保利文化集团	12月11日	临时	6.63
中国交通建设集团	11月22日	临时	6.50
中国机械设备工程	6月26日	年度	5.87
中国工商银行	6月27日	年度	5.69
大唐国际发电	8月15日	临时	5.64

资料来源：Glass Lewis（授权使用）

工商银行2017年股东大会通函——党委的作用

工商银行公司章程的主要修改内容：

第十三条：“……党委发挥领导核心作用，把方向、管大局、保落实。”

第五十二条：“董事长、党委书记由一人担任……”

第五十三条：“党委应该……履行以下职责：

“（一）保证监督党和国家方针政策在本行的贯彻执行，落实党中央、国务院重大战略决策，以及上级党组织有关重要工作部署。”

“（二）加强对选人用人工作的领导和把关……”

“（四）承担全面从严治党主体责任。领导本行思想政治工作……”

“（五）加强本行基层党组织和党员队伍建设，充分发挥党支部战斗堡垒作用和党员先锋模范作用，团结带领干部职工积极投身本行改革发展；”

“（六）党委职责范围内其他有关的重要事项。”

第一百四十四条（原第一百四十一条）：“董事会应当监督本行发展战略的贯彻实施，定期对本行发展战略进行重新审议，确保本行发展战略与经营情况和市场环境的变化相一致。董事会决策本行重大问题，应事先听取党委的意见。”

挑战

虽然政府推行这些章程修改的动机很明显，但从公司治理的角度来看，仍然需要面对以下挑战：

决策效率下降?

一些中国的企业家担心，将党组织和党委的角色规范化会降低商业决策制定的效率。他们指出，此前党委只是在原则上可以干预董事会的决策制定，而不是必须对具体事项做出正式决定。但在新政下，重大事项在董事会讨论之前都必须经过党委批准。这将为目前企业内本已十分复杂的各治理主体间的沟通协调工作增添更多难度，无形中也增加了董秘的工作量，尤其是文书处理方面。

限制董事会的作用

由于采用“双向进入、交叉任职”机制，许多党委成员也同时是董事会、监事会或经理层成员。“双向进入”的结果是同一个人在一家企业中可以同时担任两个职位，而“交叉任职”的主要结果是党委书记和董事会主席（董事长）由同一人担任。在有些企业中也会出现董事长是党委副书记，或者党委书记是副董事长的情况。[11]但就目前来看，最佳安排还是党委书记和董事长由同一人担任，以避免不同个体之间利益或者目标的冲突。

由于大部分党委成员也会是企业董事会成员并拥有高管职位，显然，所有重大事项在董事会召开之前其实已经通过了这个内部团体的讨论。因此，在董事会的会议上，大多数执行董事无需多言，只需听董事长或者总经理传达一下党委已经形成的决议即可。这种设定会大大削弱董事之间本来可能会就重大决策制定进行的讨论，也由此减少了非执行董事，尤其是独立董事，可以在讨论中为企业重大决策制定做出的贡献。

厘清职责分工和专门委员会的作用

虽然新政策明确了党委应该对企业所有重大决策进行前置审批，但是可能许多投资者，特别是外国投资者，仍然对如何明确界定党委与董事会之间的职责分工感到困惑。此次政策改革引发的另一些质疑是关于某些董事会专门委员会的作用。尤其是当董事会和经理层的重要人事任命都由党委安排决定，而党委只需向上一级党组织汇报，提名委员会的作用好像已经被人遗忘。

外国直接投资者的担忧

在这一波改革的新浪潮之下，中国的民营企业也不得不开始接受其党委功能已不再只是“组织党员职工参加社会活动”这么简单的事实。有些民营企业，包括部分外资企业，似乎欣然接受了这一改变。2017年10月，中组部副部长齐玉曾在十九大记者招待会上表示：“有些外商投资企业的高管认为党组织有助于帮助他们及时了解中国的政策，化解劳资纠纷，为公司发展提供正能量。绝大多数出资人欢迎并支持党组织在企业开展活动。”

据齐玉介绍，所有接受外国投资的中国企业中，已经设立党组织的企业数量从2011年的4.7万家增加到了2016年的10.6万家，增长超过一倍。此外，所有外商投资企业中大约有七成，也就是将近7.5万家，已经设立了党组织。这一比例和中国的非公企业（民营企业）基本一致——截至2016年底，将近68%的民营企业中已经设立了党组织。

所有接受外国投资的中国企业中，已经设立党组织的数量从2011年的4.7万家增加到了2016年的10.6万家，增长超过一倍。此外，所有外商投资企业中大约有七成已经设立了党组织。

尽管如此，也并非所有在华经营的外国跨国公司都对设立党组织倒履相迎。2017年11月初，中国欧盟商会发表官方声明称，虽然尊重中国要求在所有在华企业，包括外商投资企业中设立党组织的法律规定，但是反对这种正式将党的触角伸到合资企业的治理结构中去的做法。“《公司法》和《中外合资经营企业法》明确规定，董事会应行使合资企业的最高职权，对企业的一应重要事项负责……中国欧盟商会尚未发现要求合资企业法人治理结构做出上述改变的法律依据。”并且，“此

类重大改变将在企业内部引入一个额外的治理层，可能会影响合资企业独立决策的能力”。[12]

不久之后的11月24日，德国工商总会（AHK）驻华代表处也发表了官方声明，表达了对于在华经营的外商独资企业的相同顾虑。[13]就在这篇声明发表前一周的一次记者招待会上，中国德国商会曾表示，德国的企业很担心可能会有党员干预它们在华经营。在这份声明中，德国工商总会驻华代表处指出：“根据中国现行法律条款和商业惯例，企业并无法定义务、无确切规定要求企业主动积极地开展党建活动……我们认为，是否在公司内积极主动开展党建活动应该交由企业决定，企业管理层不应被要求积极主动去开展。从企业自身经营角度来看，能够相对自由地从企业发展角度来做决定是企业创新和发展的坚实基础。”声明中还宣称：“如果此类影响外资的尝试继续下去，不排除可能会有德国企业撤离中国市场或调整在华投资策略。”

胆大包“天”

2017年1月6日，在上海证券交易所上市的天津房地产发展（集团）股份有限公司（简称“天房发展”）召开临时股东大会，审议有关修改公司章程的议案。公司称该议案是根据中共中央2015年发布的《关于在深化国有企业改革中坚持党的领导加强党的建设的若干意见》以及天津市委和国资委希望在公司章程中加入有关党委和党建章节的相关要求提出的。

修订和新增的内容包括：

1. 董事会决定公司重大决策事项应当事先听取公司党组织的意见。
2. 董事会聘任高级经营管理人员时，党组织对董事会提名委员会或总经理提名的人选进行酝酿并提出意见，或者向提名委员会、总经理推荐提名人选；党组织参与拟任人选考察，集体研究提出意见。
3. 公司根据党章规定，设立中国共产党的组织，建立党的工作机构。党组织在公司发挥领导核心和政治核心作用。
4. 兼任公司董事、监事和高级管理人员的党组织成员要充分表达党组织意见，体现党组织意图，并将有关情况及时向党组织报告。

此项议案在本次股东大会中获得了62.5%的赞成票，低于修改公司章程最低需要三分之二赞成票的公司法规定，未获通过。2017年5月，天房发展再次将此项议案提交其年度股东大会。这一次，该议案以99.99%的赞成票比例几乎全票通过。

据了解，在2017年1月天房发展修改公司章程的议案遭到股东否决之后，各级国资委都非常重视这一情况，并提议在国有控股低于三分之二的上市公司中暂停修改公司章程。

结论与建议

正如我们2017年进行的外国机构投资者调查结果所示，大多数外国机构投资者都期望看到有关党组织和党委工作更详细的解释和更清晰的责任划分。那么，该如何进行党组织和党委的相关披露呢？首先，目前上市公司的董事会和监事会都需要向股东大会提交的工作报告就提供了一个现成的范例。党组织或党委的工作报告也可以包括成员的详细介绍、组织结构的发展情况和报告期内开展的具体活动等内容。其次，报告还可以说明党组织或党委在报告期内如何参与“三重一大”的决策制定，并解释党组织或党委与董事会的关系和职责分工。再次，企业还可以更积极地与中小股东进行沟通，比如向股东发放一些有关党组织或党委工作内容的简报，增进其了解。

事实上，目前所有香港的上市公司都应该按照香港证券交易所的上市规则要求披露其党组织或党委的作用。香港的上市公司治理准则要求所有香港上市公司都必须遵守董事会治理原则，如未能遵守则需要给出合理的解释（“不遵守即解释”原则）。董事会治理原则要求：“发行人应以一个行之有效的董事会为首；董事会应负有领导及监控发行人的责任，并应集体负责统管并监督发行人事务以促使发行人成功”。这种以董事会为首的治理模式显然不是目前中国内地正在推行的治理模式。

尾注

1 《中国共产党章程》（2017版），第33条

2 《公司法》（2006），第19条

3 2016年中国共产党党内统计公报，2017年6月30日。请参阅： http://www.xinhuanet.com/politics/2017-06/30/c_1121242478.htm

4 《中共中央、国务院关于进一步推进国企贯彻落实“三重一大”决策制度的意见》，中办发[2010]17号

5 国务院国资委党委：《在全面深化国企改革中加强党的建设工作》，《求是》，2016年11期。请参阅：http://www.qstheory.cn/dukan/qs/2016-05/31/c_1118938354.htm

6 国务院办公厅《关于进一步完善国有企业法人治理结构的指导意见》，国办发〔2017〕36号，2017年5月3日。《国务院办公厅关于转发国务院国资委以管资本为主推进职能转变方案的通知》，国发〔2017〕38号，2017年5月10日。请参阅: http://www.gov.cn/zhengce/content/2017-05/03/content_5190599.htm. http://www.gov.cn/zhengce/content/2017-05/10/content_5192390.htm

7 中共中央，《中央组织部、国务院国资委党委关于中央企业党委在现代企业制度下充分发挥政治核心作用的意见》，中办发[2013]5号，2013年4月

8 《中央组织部、国务院国资委党委关于中央企业党委在现代企业制度下充分发挥政治核心作用的意见》，第13条

9 《中央组织部、国务院国资委党委关于中央企业党委在现代企业制度下充分发挥政治核心作用的意见》，第16条

10 金融时报，《中国国企新动态：党建先于改革》，2017年8月16日

11 中共中央，《中共中央关于国企改革和发展若干重大问题的决定》，1999年9月22日

12 中国欧盟商会，《中国欧盟商会对合资企业法人治理结构和党组织的立场》，2017年11月3日。请参阅：http://www.europeanchamber.com.cn/en/press-releases/2584/_

13 德国工商大会驻华代表处，媒体公告。请参阅：http://china.ahk.de/cn/about-us/press/single-view/artikel/press-statement-increasing-business-challenges-delegations-of-german-industry-commerce-in-china-concerned-about-growing-influence-of-chinese-co/ 也可参见《南华早报》，《德国贸易组织迫于党组织的压力警告撤出在华投资》，2017年11月29日。请参阅： http://www.scmp.com/news/china/economy/article/2122104/german-trade-body-warns-firms-may-pull-out-china-over-communist

专访——党委从幕后到台前

罗强
董事会成员；前国际金融公司(IFC)全球金融市场局首席银行专家，2004-2012年；独立董事（代表IFC）

近期政府明确要求加强党组织（党委）在公司治理中的法定地位。这对于上市公司投资者，尤其是海外机构投资者而言是非常有争议性的话题。您怎么评价中国的上市公司中党委的作用？他们与董事会及管理层是如何互动的?

我认为这个举措是有意义的。党委从幕后走向台前，增加了透明度。因为实际上在银行里，行长等核心经营管理人员都是党委委员，党委书记就是董事长，纪委书记也会参加董事会。党委在公司是有人事决定权的，重大事项都需先经过党委同意，再上董事会。但是这些事情在过去都是不透明的。我是和他们打了这么多年的交道，自己摸索出来的。而公司以前是不承认有党委在做决策，但是你明明知道有这么一回事，所有人就是避而不谈，有一种空拳打在棉花上的感觉。大家都知道董事会是没办法选聘管理层的，都是党委的决定。但是即便是这样，是否可以让我们这些关心公司发展的人也了解一下这个过程是怎么回事呢？这些问题都没有答案。如果以后党委走到了台前来，只是把实际上正在发生的事情放到台面上来了，我认为反而会更透明一些，我们至少可以有途径与党委对话了。

您认为在中国的上市公司是否存在关键人风险?

我认为中国共产党也是讲究权力制衡的。虽然大部分情况下，党委书记和董事长是一把手，但是一把手不能决定二把手。整个公司里的党委——也就是经营班子——都是上级党委任命的，而党委是集体决策，一人一票，不是党委书记一人说了算。在银行里，其实是“书记管人，行长管事”，也就是说党委具有人事任命权，而行长负责业务运营。这样的相互制衡其实限制了关键人风险。比如行长并没有权力更换副行长，领导干部的调动任免都由上级党委负责。行长就好像教练，他不能决定用哪个球员，但他可以决定这场球应该怎么踢。所以我认为中国国企的关键人风险比很多外国公司小。

*更多罗强先生的专访内容，请看本报告的董事会篇和独立董事篇。

专访——理解党组织的精神实质

唐斌
高级统计师、高级经济师职称，深圳前海金融资产交易所总经理；曾于2008年至2015年连续7年被《新财富》杂志评为“金牌董秘”

最近习总书记讲话中要求明确党委会在公司治理中的法定地位，许多国有控股的上市公司都在修订章程，明确党委会在公司治理中的职能。您怎么看这个问题?

这个问题可以这样处理：内外有别，精神统一。从实质上来说，无论公司是在国外上市还是国内上市，只要是国有资产控股的公司，都应遵从党的领导，因为这是中国特殊政治体制的体现。而对于国际投资者，表述应当要做调整。我认为，习总书记讲话的原意是要更好地体现控股股东（也就是国家）对公司决策的影响。只要能把握精神实质，表述可以更灵活，而不是让国际投资者一字不落地接受。如果这样僵化地实施下去，很可能国际投资者就要用脚投票了。这与扩大开放、吸引外国投资者的初衷是相背离的。

*更多唐斌先生的专访内容，请看本报告的董事会篇。

专访——明确党的作用将增加透明度

Jenn-Hui Tan
富达国际亚太区资本市场及公司治理主管，新加坡

您对在中国投资有什么看法？您的看法随着时间的推移发生了哪些变化？

富达一直秉持我们会在中国投资的承诺，而且到现在为止，已经投资中国公司数十年。我们对在中国的投资机会持乐观态度，而且随着中国市场的发展，富达已经建立了目前规模最大的大中华区买方研究团队之一。作为我们承诺的最新例证，富达已经成为第一家在中国证券投资基金业协会登记成为私募基金管理公司的国际资产管理公司。随后我们还推出了三支中国内地的基金，而且预计未来还会推出更多中国境内的投资产品。

过去5至10年，国内外投资者在中国的投资机会都有了很大的改善，而且我们相信这种发展的步调还将会继续。改善和促进市场变化的主要因素有：股票市场的覆盖面和流动性、信息披露的程度以及与公司管理层的交流。同时，法律和监管的框架也随着时间完善，执法力度也有所加强。向前看，我认为中国资本市场的进一步开放将会吸引更多的机构投资者为其投资组合寻找新的投资机会。

MSCI明晟决定从2018年6月起把A股纳入旗下指数体系这一决定对您的业务有什么影响？

我们相信将A股纳入MSCI明晟的指数体系无论是对富达在中国市场上的投资，还是对我们客户对中国市场及其投资机会的关注来说都是利好消息。A股市场现在已经是全球市值第二大的市场，如果能有更多眼光长远的机构投资者参与其中，形成一套系统化的投资流程，将会帮助A股市场变得更加成熟和高效，提高流动性，并且更多地由投资而非投机因素所推动。我们期望看到A股公司的治理水平随着机构投资者市场的深化而大幅改善。

公司治理对于富达的投资决策过程有多重要？您如何衡量公司的治理水平？

从风险和机遇两方面来说，公司的治理水平和可持续性都是我们投资决策过程中非常关键的考虑因素。我们相信治理表现更好的公司也能在长期为我们带来更好的投资回报。我们通过定性和定量两种指标来衡量公司的治理水平。定性指标包括管理团队的质量、公司董事会及管理层的开放程度以及信息披露的水平等。定量指标则包括资本管理、高管薪酬以及关联方交易等。

英国《金融时报》去年刊登了一篇题为《国际投资者支持把党委写入中国国企章程》的文章，称富达和其他外国机构投资者投票赞成党建入章。有些人将这解读为外国机构投资者对这项改革表示认可。您是否可以详细说明一下投赞成票背后的原因？这种解读是否准确？

我们是根据我们自己的《责任投资政策》进行投票的，而我们的指导原则是要按照客户的最佳利益行使我们的投票权。作为主动型资产管理人，我们的总方针是支持我们所投公司的管理层。但是同时，我们也会和公司保持频繁的交流，然后在重要的治理和战略性问题上形成我们自己的观点。

至于党建入章的问题，我们在前期对此类提案进行了非常详细的审查，并在经过多方权衡之后，制定了一套可行的投票方式。我们发现，提交此类提案的绝大多数是国有企业，本身就已经成立了党委或者党组织。更重要的是，我们还希望搞清楚这种改变是否会对董事会、股东大会或者是股东的权利产生影响。

我们投赞成票的理由可以大致概括如下：

1. 正如亚洲公司治理协会此前提到过的，党建入章是基于中国本地市场的法律框架，包括公司法和其他近期颁布的法规要求。是监管机构强制要求党建入章。
2. 在我们看来，党委是中国公司治理的关键组成部分，在公司章程中明确其作用和责任将有助于提高其透明度。此前，投资者几乎或者根本不了解党委在国有企业内部的运作模式。这项改革可以帮助国有企业优化其内部决策制定流程，并且规范党委的工作流程。我们鼓励公司用类似于现有的董事会和监事会报告的格式每年对党委的活动进行披露。

3. 另外，我们也从更高的国企改革的角度考虑了这类修订。本轮国企改革中包括了赋予公司管理层更多的经营自主权。改革的目标是提高国企的运营效率和盈利能力，并保护国有资产。我们知道这种做法只在中国才有，而且存在需要股东对此进行持续评估和监督的潜在风险。

美国机构股东服务公司ISS的2018年度代理投票政策指引要求投资者在提案不透明或者缺乏明确的董事会问责制的情况下对党建入章的提案投反对票。您对此有什么看法?

我们是根据我们自己的《责任投资政策》和投票指引行使投票权的。我们会与公司内部的投资组合经理和分析师进行交流，并在适当的时候与被投公司进行沟通，由此来确定我们的投票方案。

至于不同的代理投票咨询机构发布的政策指引，我们经常会和它们得出不同的投票结论，但是仍然理解和重视ISS制定其政策和建议的理据。我们理解ISS一直都只支持他们认为透明度和问责制方面的最佳实践的做法，也认同围绕党组织和党委应该有更多的披露和更清晰的职责划分。我们很重视来自不同评论人士有关投票和治理政策的不同意见，因为这会促进讨论，挑战我们自己的方式，并为我们制定政策提供信息。

3.2 董事会：企业核心

中国的企业实行的是董事会和监事会并存的“双会”机制。尽管从历史上讲，该机制采纳的是欧洲和英国公司法中的治理概念，但在演变过程中，中国的机制与上述地区的已经大不相同。本世纪初，中国曾经是亚洲在《上市公司治理准则》和董事会独立规则制订方面的先行者。但近年来，中国的改革却未能跟上其他市场的步伐。尽管国有企业当中董事会的自主权受到了党组织（党委）的限制，但是不可否认的是，它们仍在业务及运营决策中发挥着重要的作用。

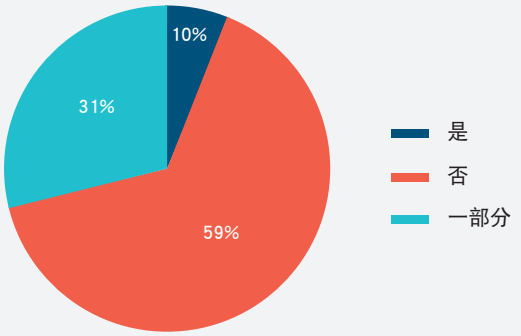
简介

与其他地区相比，中国内地企业董事会的组成和结构既存在一些重要的相似之处，又有诸多不同。虽然公司法规定必须同时设立董事会及监事会，但这并非德国或欧洲那种传统的“双层机制”。在德国，“监事会”拥有凌驾于“管理会”(board of management)之上的实权，包括任免高级管理人员。但在中国，无论是董事会还是监事会都没有如此权力。如上一章所述，关键的人事任免权属于决策链条中的上一级党组织。

同时，中国的董事会在结构上又近似于典型的单一制董事会：由负责经营业务的（执行）董事、来自母公司或子公司的（非执行）董事、以及通过采用全球投资者所熟知的遴选标准选出来的独立董事组成。然而，不为人所熟知的是中国的董事其实通常只分为两种：独立董事和非独立董事。中国的董事会兼有德国和英国这两种治理体系的元素，但又与二者都不相同，或许就是为什么很少有外国投资者理解这个混合机制的原因。正如我们2017年对外国机构投资者进行的调查结果显示，仅有10%的回复者表示他们可以理解中国的公司治理体系，三分之一表示他们理解一部分，而将近60%的回复者承认他们并不理解（参见右图3.2）。

您是否理解中国内地的公司治理体系？ 图 3.2

外国机构投资者对中国内地公司治理的看法



来源：亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷

法律依据

中国董事会的基本法律和监管依据可参见《公司法》（1993年制订，1999年第一次修订，2004/05年第二次修订，2013年第三次修订）及由中国证监会和前国家经济贸易委员会联合发布的《上市公司治理准则》（2002年制订）。重点如下：

- **组成**：上市公司的董事会人数应该在5至19人之间。董事任期不得超过3年，但是任期届满如果连选可以连任。
- **董事会的会议召集和表决程序**[1]：董事会会议每年应至少召开两次。代表十分之一以上表决权的股东，三分之一以上的董事或监事会可召集临时会议。会议的最低法定人数要求为超过一半的董事。董事会所做出的决议必须经全体董事的过半数通过。董事会决议的表决，实行“一人一票”制。

- **董事长**[2]：董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事长负责在会后检查董事会决议的执行情况。需要注意的是，中国的公司法并没有赋予董事长在董事会决议投票陷入僵局时的决定投票权，虽然这种情况并不常见。

- **董事会专门委员会**[3]：上市公司可设立战略、审计、提名、薪酬及其他专门委员会。专门委员会的成员必须全部由董事组成，其中审计委员会、提名委员会和薪酬与考核委员会中独立董事应占多数并担任召集人。审计委员会中至少应有一名独董是会计专业人士。

证监会在独立性规则上先拔头筹

上述原则和最佳实践中，相当一部分是在本世纪初制订的。当时中国内地的公司治理改革还在紧紧跟随国际上先进的发展。中国证监会在短时间内接连制订了一系列关键性政策——很多甚至远早于香港。除2002年颁布的《上市公司治理准则》外，证监会在2001年8月[4]还发布了一系列关于独立董事的指引，更在2001年4月[5]发布了关于季度报告的规定。其中有关独立董事的指引要求所有中国的上市公司须在2002年6月30日之前任命至少两名独立董事，在2003年6月30日前独立董事必须占董事会成员的至少三分之一。要知道，这些规则的制订都早于香港——香港直到2004年9月才要求所有上市公司至少任命3名独立董事，而直到2012年12月才要求独立董事必须占董事会成员的至少三分之一。

“我自己的提款机”

早年间中国证监会希望就董事会治理立法的急迫心情，从时任中国证监会副主席史美伦(Laura Cha) 2001年11月在亚洲公司治理协会首届年度会议上的讲话中可见一斑。作为曾经的香港证监会副主席，史美伦在讲话中强调了中国证监会当时正在开展一系列工作，努力向中国公司灌输良好的治理理念。她先是解释了监管机构为何必须不时采取强硬措施：“我们相信鼓励企业改善公司治理的激励应该来自市场，因为这将反映在公司的股价上。但是，像中国这样的市场，有很多基本面信息确实不在投资者的考虑范围之内，所以通过市场激励机制没有办法反映出良好公司治理的价值。对像中国这样的新兴市场，我们需要采取一些不同的方法，甚至宁可乱世用重典。”

史美伦接着解释了上市公司与其控股股东或母公司之间的“三个独立”原则。也就是说这两个实体在人员、资产及财务方面必须进行明确的划分。只有这样，上市公司才能拥有独立的身份，伴之以独立的所有权和管理职责。她表示，这在中国是非常实际而且困难的问题，因为（在当时）大多数上市公司都是改组后的国有企业。

让这种情形愈加复杂的是，尽管国家可能是大多数上市公司的法定所有人，但却并未对这些公司实行有效的控制。正如史美伦所解释的，国家的利益常常“在公司管理层中得不到清楚的反映或有效的代表”。这背后主要有两个原因。首先，虽然管理层可能是由国家直接任命的，但“由于大多数管理人员原来都是政府官员，他们容易将管理一家上市公司视作一笔意外之财”（的确，在一些案例中，他们将上市公司当成了“自己的提款机”）。

其次，许多管理人员缺乏管理上市公司的经验，仍然将上市公司视为政府的一部分。“所以我们才会出现类似控股股东一直挪用上市公司资金这样不光彩的事情。人员的划分不明确——同一个人可能一边在一家上市公司任职，一边担任政府官员或者这家公司控股股东的董事会成员。”

银监会为银行确定了基调

2005年前后，中国银监会也开始积极发布银行的具体公司治理指引。第一份文件是2005年9月出台的《股份制商业银行董事会尽职指引》。该指引讨论了董事的忠实义务，保护股东权益的需求，并且要求董事会“专业、高效地履行职责”。它相当详细地讨论了董事的职责、董事会会议的规则与程序、董事会的构成（包括规定注册资本在10亿元人民币以上的银行都须任命3名独立董事）及如何对银行的董事进行监督。银监会之后还对这些指引进行了修订。

董事会的职权

根据公司法，任何依据公司法注册成立的企业，无论是国有或私营，董事会均具有如下职权：[6]

- 召集股东大会，执行股东大会决议；
- 做出重大业务决策，比如决定资本变更方案、经营计划、投资或并购项目、新的融资计划；
- 批准预算及决算；
- 利润分配；
- 监督和聘任高级管理人员（包括对其评估及决定其薪酬）；
- 制订风险管理、内部控制及合规政策；
- 监督信息披露机制。

公司的章程中经常可以找到文字、顺序都与上述一模一样的董事会职责表述。

因此，从法律规定上看，董事会对公司的重大商业决定拥有决策权，并且应在高级管理人员的选聘上发挥作用。公司法甚至赋予股份有限公司任命董事长的权力。公司法第109条规定：“董事会设董事长一人，可以设副董事长一职。董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。”而第113条赋予了董事会任命首席执行官/总裁的权力：“股份有限公司设经理，由董事会决定聘任或者解聘。”（在此情况下，“经理”指总经理，即管理团队的负责人。）

董事会的职权限制

然而，正如上一章所说，尽管公司法有明文规定，但国有企业的董事会在制定重大决策时的权力仍受到限制——任何重大决策必须先征求党组织的意见。而董事会的权力受到限制的事项包括：

- 董事长的选拔及任命；
- 聘用及解聘高级管理人员及总经理；
- 提名及任命董事；
- 对中高级管理人员进行评估并确定其薪酬。

尽管国有企业的董事会还是会参与这些决策的制定，但从本质上来说，更多的只是正式批准上级党组织、政府或企业已经做出的决定。如果说私营企业的董事会拥有选聘董事长、首席执行官或行长的自主权，国有企业的董事会显然还没有这种权力。

有趣的是，一些国有企业的章程更加真实地反映了现实情况：对于董事长的任命往往讳莫如深，而对于首席执行官/行长的任命则附带了大量条件。比如，总部位于沈阳的盛京银行（香港上市）在其董事会的21项职责中就没有包括对董事长的任命权，还进一步指出董事会可以“根据董事长提名，聘任或解聘本行行长及董事会秘书”（加上了下划线）。[7]

一些人可能会说，在大多数国家和地区，即便是发达国家，国有企业董事长的任命都是政治决定，因此中国在这方面并没有什么不同。也可以说，中国任何一家重要企业的领导人，无论是国有或是私营企业，若想经营有方，都需要具备很高的“政治智慧”。但是，与其他国家相比，中国企业的政治委任机制还是有些不同。

中国国有企业董事长的选聘很多是缺乏商业经验的政治任命

首先，在中国，毫无商业经验的政府官员成为大型国有企业的董事长并不罕见。其次，国有企业董事长的任期通常很短，仅有短短数年，不足以使其充分理解并适应需要管理的业务。第三，中央有时会调换互为竞争对手的国有企业的董事长。第四，企业通常缺乏对

于提名过程的信息披露。在某些案例中，企业的管理人员都是通过媒体报道才得知他们的董事长已经发生了变更。

挑战

战略制订

尽管大多数上市的国有企业都在董事会下设有战略委员会，该专业委员会制订战略的权力却受限于政府为所在行业规划的“五年计划”，尤其是像能源和资源之类的重要行业。战略委员会通常每年只会召开一到两次会议，而讨论的内容主要是围绕管理层根据“五年计划”制定的投资项目。讨论往往是走程序，一旦管理层将计划提交给战略委员会进行审查，通常不会再允许出现什么改变。

国有企业内部的战略制订是由董事长牵头，在战略研究人员的帮助下进行，最后提交党组织进行讨论和审批。董事长也会提前和主要股东沟通，寻求他们的批准。在许多案例中，董事长本身已经是集团公司领导班子的一员。他会在事前私下与董事会当中几位重要的董事（比如大股东任命的董事或是有影响力的独立董事）进行沟通，以确保他们的支持。然后，为了符合程序要求，该决议会在董事会和股东大会上（如需要）获得批准。

有意思的是，银行的董事会在战略制订方面被赋予的角色更为积极，至少理论上如此。银监会2005年发布的指引将“制定战略”作为董事的首要职责，继而指出：

“董事会应当确保商业银行制定发展战略，并据此指导商业银行的长期经营活动。商业银行发展战略应当充分考虑商业银行的发展目标、经营与风险现状、风险承受能力、市场状况和宏观经济状况，满足商业银行的长期发展需要，并对商业银行可能面临的风险做出合理的估计。”

谁对管理层提出异议？

另一个导致中国的董事会情况变得复杂的原因是，虽然非执行董事同样对公司负有忠实义务和勤勉义务（公司法第147条），但是他们明显有着不同甚至对立的意图和目标。

中国国有企业董事会的会议经常是照本宣科，而实质性的讨论其实是发生在会议与会议之间

非执行董事可分为两种：股东（通常为大股东）提名的董事和独立董事。需要注意的是中国的公司不会使用“执行董事”、“非执行董事”和“独立非执行董事”这些名称，只有“独立董事”和“非独立董事”。这种更简单的划分不仅更能反映董事的角色，也更明确了董事忠于的对象。要确定一位非独立董事是否为公司的执行董事，需要从他们其他的头衔来辨别。

非独立非执行董事通常由大股东提名，占据董事会的多数席位。他们的主要作用是代表大股东的意见发言。管理层在董事会议召开之前一般会就重大事项寻求大股东的同意。因此，这些董事并没有在董事会会议上对管理层提出质疑的需求。

独立董事通常关注董事会会议的合规问题及程序的合法性。一些独董也会关注与保护中小股东利益相关的事宜。过去的许多独董都来自学术界或者政府，因此缺乏对所在上市公司的业务、行业、市场以及运营情况的深入理解。这导致他们经常很难就重大的商业决策提出独立且权威的意见。

最终的结果往往是董事会会议的照本宣科和对管理层提案的照单全收。即便对业务及公司所在行业有深入了解的独立董事也常常觉得很难在会议上提出不同的想法。若想有效地表明不同观点，董事必须在会议召开之前提出，正如下框所示。

影响管理层：从说服到反对

非执行董事影响管理层的5种途径：

1. 会前对董秘提出关注的问题，并要求进一步解释

由于监管机构要求A股公司披露董事会的投票情况，如有董事在某次董事会投出反对票或弃权票，则需要披露投票原因[7]。因此，董秘和董事会办公室会尽量避免董事投出反对或弃权票，主要方式是与董事进行会前沟通。董事也可以借此机会提出他们认为重要的问题。

2. 在董事会中提出一些想法，但不影响表决

经过会前的沟通，董事基本已经理解了决议的事项，提出的疑问也基本得到了管理层的回应。董事即便是对特定议题不太认同，但如没有特别强硬的反对理由，一般都会投赞成票，但也会在董事会会议上提出自己的意见，但这些意见都不会影响表决。这些会议上的反馈意见大多是比较模糊的内容，没有太多实质性的意义，属于董事在会议上为了发言而发言的情况。

3. 在董事会中提出一些想法，要求补充材料，将议案延期到下次会议再表决

这是董事采取的比较严厉的一种质疑方式，因此也很少发生。这种质疑方式可能会带来两种后果：一种是董事长认为该议案有时间限制，不能延期表决，不同意个别董事延期再议的提议，这时候公司就要面临该董事投反对票或弃权票的风险；另一种后果是董事长同意延期再议，管理层在下次会议之前与该董事进行充分沟通，确保议案在下次会议得到通过。

4. 缺席董事会

这里的缺席指董事既没有参加董事会也没有委托其他董事代行投票权。这是董事采取的较为消极的一种反对方式。当董事对议案持不同意见，但不想与公司发生正面冲突，也不想投反对票同时披露理由，这时候董事以缺席董事会的方式来避免投票。据了解，中国很多独董都采用这种方式来明哲保身，既不得罪公司，也不承担决策风险。但监管机构对董事参加董事会的次数有要求，董事采用这种方式只能在万般无奈的情形下，否则会由于频繁缺席会议而导致被评价为履职不合格。

5. 对表决议案投否决票或弃权票

这是董事能采取的最严厉的质疑方式，因此极少有董事采取这种方式。在董事投出否决票或弃权票后，公司必须进行披露，并披露董事投否决票或弃权票的理由。决议披露后可能会引起市场的关注，甚至有时候也会引起交易所和其他监管机构的关注，要求公司进一步说明对否决原因的回应。投否决票的董事通常都是已经与公司（特别是董事长和管理层）产生了摩擦和冲突。

非执行董事的提名

与公司法中简短的表述相反，国有上市公司对非执行董事的提名过程其实较为复杂，党组织和国家机构均有参与。总体原则是由公司控股单位党委的“组织部”进行任命。

实际过程根据每个企业的特殊情况会略有差别。如上市公司的股份全部由国资委（或其下属的国有资本运营中心）所有，则董事的任免权由国资委行使。企业会设有一些“外部董事”，但并非“独立”董事。

如果上市公司的控股股东是国有独资集团公司，则集团公司对上市公司的董事会组成会有很大的影响。还有一些上市公司（以金融机构为主），虽然国有股东的持股比例没有达到50%，但非独立董事的任免权仍然掌握在国有机构手中。例如，某城市商业银行的股东中有多家国企，持股均未超过50%，但最终根据该行的历史发展沿革定位为市属企业，由市国资委来实际行使董事和高管的任命权。

提名委员会：形式大于实质

截至2012年，88%以上的上市公司均设立了提名委员会，专门审查董事候选人的资质。但在实际中，提名委员会的作用基本上是程序性的。在控股股东提名了董事候选人之后，由提名委员会做形式审查，并提交董事会审议批准。绝大多数的提名委员会委员并不具备从市场上筛选候选人的能力，也没有筛选或聘任的实权，当然也包括对非独立董事。

大多数上市公司提名委员会的作用只是程序性的，他们的权力及影响都相当有限

在少数情况下，比如一些大型海外上市公司，具有强大人脉的独立董事可能会应邀向董事会推荐候选人。提名委员会随后对其进行评估，并可能进行面试。若董事长同意，董事会随后会进行讨论并做出决定。

在其他情况下，上市公司有些可能依靠前任董事的推荐，有些求助于独董数据库，例如深交所和北京上市公司协会设有的“独董人才库”。但是，这些公司通常都是私营企业，而非国有企业。与大多数市场的情况一样，企业往往更乐意聘用已经认识的人选，而不是从更广的范围内寻找陌生的候选人。

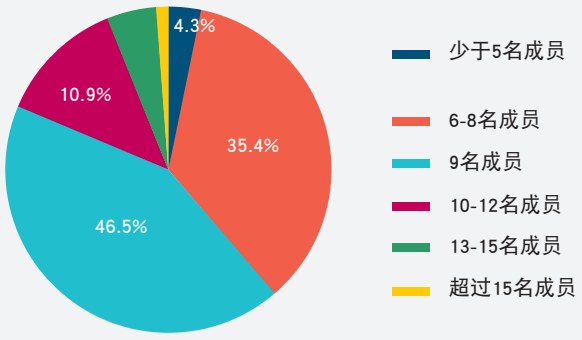
与职位或市场平均水平挂钩的薪酬

国有企业董事的薪酬遵守严格的机制。执行董事的薪酬及福利取决于他们的管理职位。基本上，他们的报酬并没有包括他们履行的董事职责，而只是覆盖了他们作为企业管理人员的身份。一些董事可能会收到董事费，但费用很低，而且不会披露。

由控股股东（比如国资委或集团公司）提名的非执行董事通常在控股股东公司或集团公司中任职，并由该实体，而不是上市子公司，支付其报酬。这种情况可能看起来合理，但问题在于，这些董事在履职的时候可能不会从上市公司利益最大化的角度出发，而是以其任命者或集团公司的利益为首要考量。

在所有类型的公司中，无论是国有还是私营，独立董事的薪酬都接近市场平均水平。对2005年至2014年中国A股上市公司12821个样本（不包括金融行业公司的样本）的实证研究显示，无论是在一定地理范围内、同行业里或一定规模上，上市公司在外部独董薪酬决定方面均存在显著的“互相看齐”现象[8]。“互相看齐”并非通常大家所理解的向上看齐，而是向地理上处在中间距离、同一或相关行业、或中等规模公司的“看齐”。研究者认为这种“互相看齐”的原因是由于中国独特的制度背景导致独董劳动力市场不完全，“声誉机制”得不到有效发挥，因而独董的薪酬契约制定可能更加依赖外部的参考标准，而不是每位独董的内在价值。事实上，许多企业无法在聘用之前识别独董能力的高低，独董的价值很难从薪酬上体现，因而造成薪酬“趋同集中”的现象。

中国A股上市公司董事会规模，2018年5月 图 3.3



资料来源：亚洲公司治理协会分析，数据由价值在线提供

此外，在大多数情况下，A股上市公司的独董薪酬与公司绩效并不相关。对独董的激励主要是在声誉上。独董热衷于在自己的履历上写上上市公司独董的经历，但实际上公司的发展与独董本人并没有多少关联性。

多样性

根据德勤2016年的一项研究[9]，同年中国A股上市公司当中女性董事的比例是10.7%，较2015年提升了2.2个百分点，而女性董事长的比例仅为5.4%。中国目前还没有任何一项政策或法规对女性在董事会成员中的目标比例做出推荐或者强制规定。其实在中国，上市公司董事会的性别多样性问题还远没有引起足够的重视。

董事会规模及独立性

中国董事会的另一个问题是其规模往往不足以应对董事会不断扩大的职责。一个常见的现象就是“九人”董事会，这种结构的出现是因为其容易满足3名独立董事占董事会人数三分之一的最低要求。

根据公开数据，2012年至2015年间，深市主板上市公司的董事会平均人数是8.87人，而中小板和创业板的董事会平均人数是8到10人。沪市上市公司的董事会规模略大一些，2013年的平均人数是10.3人。但是，大约刚好过半的公司拥有8至10名董事，而约三分之一的公司董事会规模为9人。

时间快进到2018年5月，中国上市公司中拥有“九人董事会”的比例已经攀升到略高于46%（参见图3.3，数据由深圳合规顾问机构价值在线提供）。另外，35%的公司董事会拥有6到8名成员，约4%的公司董事会则拥有4到5名成员。也就是说，超过85%的中国上市公司的董事会规模为9人或以下。

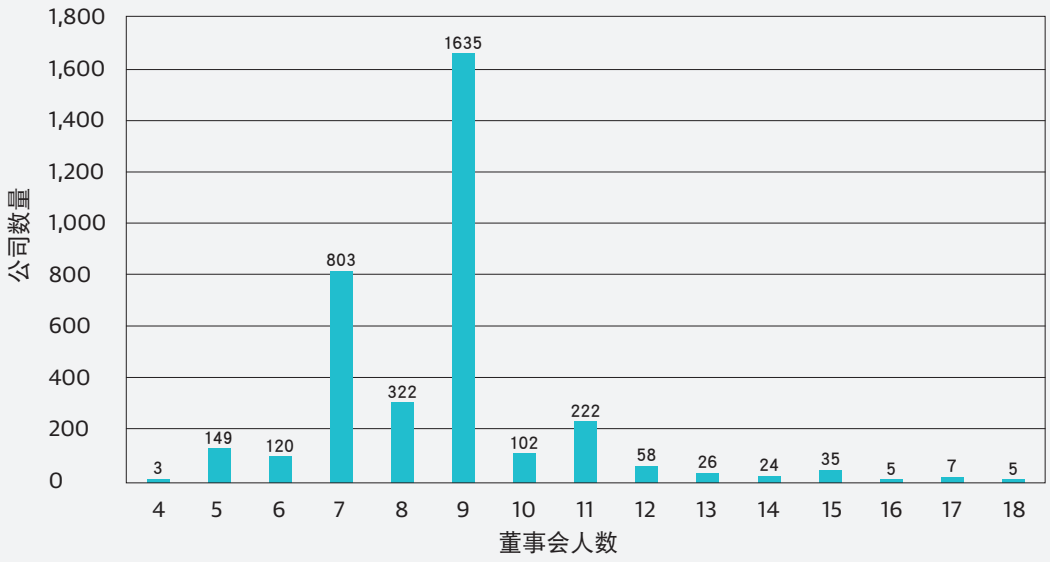
至于沪深两市上市公司董事会规模的差异，2018年沪市公司的董事会平均规模仍相对较大，但二者差异不明显，分别为8.83和8.35名成员，自2013年以来均有所缩减。

上证50及上证180指数公司的董事会规模及独董占比，2018年5月 表 3.2

	董事会人数		独董人数		独董占比	
	上证50	上证180	上证50	上证180	上证50	上证180
平均值	11.78	10.11	4.5	3.8	39%	38%
最高值	18	18	6	6	67%*	67%
最低值	6	5	3	2	33%	22%**
众数	9	9	5	3	33%	33%

资料来源：亚洲公司治理协会研究（上证180的数据由价值在线提供）
**该比例来自一家董事会由6名成员组成的公司，其中4名为独立董事。次高比例为57%，也是来自一家董事会规模较小的公司。这是上证50指数当中仅有的两家独董比例过半的公司。*
***上证180指数中有5家公司的独董占比低于董事会的三分之一。*

中国A股上市公司董事会的规模范围，2018年5月 图 3.4



资料来源：亚洲公司治理协会分析，数据由价值在线提供

意料之中的是，相比中小型公司，市值较大的公司更趋向于建立大规模的董事会。但有趣的是，这一差异正在逐步缩小。2013年，上证50指数公司的董事会平均人数为13.12人，而上证180指数公司则为11.36人[10]。我们的研究发现，截至2018年5月，上证50指数公司的董事会平均人数已经下降至11.78人，而上证180指数公司的则缩水到10.11人（请见表3.2）。同时，两个指数成分公司的董事会规模的众数都是9人。

上表中另外一个值得注意的现象是：就独董占比而言，中国大型企业基本上可以说是躺在三分之一这一最低比例线上不动。而且这一情况在过去数年都没有发生变化，因为2012年中国社会科学院曾对A股市值最高的前100家公司进行调查，结果显示当时独董占董事会人数的平均比例约为37.18%[11]。

同时，尽管有一些公司的董事会规模很大，但只是少数，正如图3.4所示。

在实践中，规模较小的董事会将面临一系列问题。其中一个主要的挑战就是，由于独董必须占每个董事会专业委员会的半数以上，因此每位独董，无论他们是否拥有相关的专业技能或者时间，都必须在多个专业委员会当中任职。这在一定程度上增加了在中国上市公司中担任独董的压力。另外一点值得怀疑的是，对于一些跨多个行业和国家经营的大型公司而言，规模较小的董事会能否提供必要的监督职能并具备足够的专业水平。事实上，董事会规模一成不变和独董比例增长乏力是过去15年具有中国特色的公司治理的一个显著特点。公司虽然遵守规则，但是请不要期望它们会做的更多。

结论与建议

过去一年，外界对中国公司治理关注的焦点主要是在强化党组织（党委）的地位上。那么，在开展这项改革的同时，董事会的地位又应该如何强化呢？我们的观察和意见如下：

在公司法中阐明党组织的作用

上市国有企业董事会任命、解聘、监督和考核管理层，决定管理层薪酬的核心职责长期以来被“党管干部”的政策架空。董事会只是在形式上享有这些职权，实质上是这些企业控股单位的党组织或党委在任命其管理层。虽然国资委在部分试点的国企尝试由本公司董事会任命管理层，但试点进程非常缓慢。把管理层的任免权交还给董事会可以说是在一些试点企业中进行混合所有制改革的关键。

过去一年，外界对中国公司治理的关注焦点主要是在强化党组织的地位上。那董事会的地位又该如何强化呢？

随着中国经济及资本市场的发展，允许国有企业的董事会更多地参与高级管理人员的任免有望提高企业的决策效率，也可以让董事会和全体股东的责任分工更加清晰。在公司法中进一步阐述党组织的作用也十分重要，包括明确定义那些必须事先获得党组织批准的“三重一大”决定，以及使党组织与董事会和股东大会的关系更加透明。如果长期缺乏对上述方面的明确说明，很可能会导致投资者因为治理情况不透明而对公司进行折价。

提高独董比例

随着中国即将迈入现代公司治理发展的第三个十年，我们有充足的理由建议修改“独董占董事会三分之一”的这一规则，并且应该鼓励公司提高独董在董事会的占比。这不仅会受到机构投资者及其他利益相关方的欢迎，还会让公司本身获益：经济的快速发展导致企业规模不断扩大，结构也愈加复杂，因此也更需要在董事会的专家和专业委员会之外寻找特殊人才。三分之一这一比例要求会给规模较小的董事会当中的董事带来沉重的负担。

尽管最终适合的比例仍有待政策制定时再做讨论，而且直接引入50%的强制比例在中国也为时尚早，但是以下两项措施却是题中之义：鼓励公司与其控股股东或集团公司进行协商，提高自身的独董比例；启动当前规则，允许中小股东对独董候选人进行提名。

厘清非执行董事的角色

在上文中我们曾提到，中国公司对于董事会“非独立”董事中的执行董事和非执行董事并没有进行明确的区分。除了要求对这些不同的角色进行更清楚的披露，还应该针对附属公司的非执行董事制订更多的规章及指引，使他们不仅仅是代表大股东或者集团公司，也要代表公司的整体利益（包括中小股东）。该规则还应该适用于由单位少数股东（比如其他国有企业）提名的非执行董事。目前，由此类少数股东提名的董事之所以存在，主要是因为投资协议中已经事先确定了董事会席位数。

完善董事会评价体系

中国的董事会评价体系仍然处于发展的初期阶段，而且缺少对董事会整体运作情况及其构成是否合理的评价。不过有一些公司，比如工商银行，已经设立了一个基本完善的董事会评价体系。我们建议上市公司在未来的几年开展对董事会整体及对董事个人的评价。监管机构应当发布评价指引，并要求公司披露评价过程。评估方式可以包括自评（董事对自身及董事会整体进行评价），互评（董事互相评价并对董事会整体进行评价），或引入第三方评价机构进行独立评价并提供改进建议。

强化董事会专业委员会的职能

中国许多上市公司中董事会各专业委员会的职能都十分有限。不仅常常职责不明确，委员会成员不了解委员会运作的目标是什么，甚至有的董事都不知道自己属于哪些专门委员会。为了加强专业委员会监督职能的有效性，需要为公司提供更多有关专业委员会职能、责任及程序的专项指引。专业委员会的成员不仅需要具备相应的技能，才有可能有效地开展工作，还需要拥有聘请外部顾问以获得专业建议的能力和经费。

尾注

1 《公司法》第48条、第111-113条；《上市公司治理准则》 第45-47条

2 《公司法》第109条

3 《上市公司治理准则》第52条、第57条及第58条

4 中国证监督管理委员会，《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，2001年8月16日

5 中国证监督管理委员会，《公开发行证券的公司信息披露编报规则第13号——季度报告内容与格式特别规定》，2001年4月6日（2007年、2013年及2016年修订）

6 《公司法》第46条

7 盛京银行，公司章程，第49页。请参阅: http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2015/0121/LTN20150121298.pdf

8 上海证券交易所，《股票上市规则》，第8.1.4条；《深圳证券交易所股票上市规则》，第8.1.4条

9 沈艺峰；陈旋，“无绩效考核下外部独立董事薪酬的决定”，《南开管理评论》，2016年19(2):4-18

10 德勤，《董事会成员性别多元化：全球视角》，第5版，2016年

11 德勤，《董事会成员性别多元化：全球视角》，第5版，2016年

12 《2012年中国上市公司100强公司治理评价》，中国社会科学院公司治理研究中心，2012年

专访——提升董秘的地位和权利范围

唐斌

高级统计师、高级经济师职称，深圳前海金融资产交易所总经理；曾于2008年至2015年连续7年被《新财富》杂志评为“金牌董秘”

您在兴业银行工作多年，担任过董事会秘书及董事，请问您对中国的公司治理有哪些观察发现可以和我们分享?

从我个人的工作经验说起。我于1996年加入兴业银行，此前在福建省统计局做了10年统计工作，在福建省体改委的综合处和分配体制处分别工作过。这两段工作经历为我后来从事董事会秘书工作有很大的帮助。首先，统计工作让我有了宏观视野和处理大量数据的能力，使我在担任董秘工作期间能与监管部门有效沟通，并能够帮助投资者分析价值；其次，在体改委工作期间，从事股份制改制试点工作，接触到财税和金融、社会保障等领域，尤其是使我在宏观角度对金融有了了解。

第一课：公司治理的进步和法制环境和社会认知分不开。以兴业银行为例，兴业银行成立于1988年，获得批准的注册资本是15亿元人民币。然而由于当时社会认知有限，银行融资无法动员社会资本，1988年至1991年间几经筹措，仅筹集5亿元，其中近85%是政府提供的资本金，客观上形成了银行股东以省各级财政部门为主体的局面。因此兴业第一和第二届董事会由各出资单位即政府各级财政负责人作为董事人选。这一特征决定了兴业银行当时的董事会实质行使股东大会职责，主要讨论年度分红方案。其次，八十年代末九十年代初的时候，还没有公司法，大家对于股份制、董事会等公司治理的概念并不明确。大家一方面借鉴国外的经验，一方面结合中国的实际，在摸索中前行。我国的公司法是1993年颁布的，1994年开始实行，采取实收资本制，而兴业银行此前就开始实施授权资本制。1996年人民银行规范商业银行股东，取消外资股和个人股，而兴业银行自1988年起就有外资股和优先股。所以说当年由于法制不健全的原因，银行业是创新在前，规范在后。

第二课：良好的股权结构是形成权责明晰、有效制衡的良性公司治理格局的基础。自2000年起，兴业银行进行了几轮融资，引入了神华、宝钢、深圳华联等8家央企，股权结构进一步优化，第一大股东福建省财政系统的比例从80%逐渐下降。2007年2月5日兴业银行上市时，福建省财政系统的持股比例已降到20%。此时，兴业银行的公司治理已有了很大变化。首先表现在董事会发挥更积极作用。2000年以后的第四届董事会，由于8家央企的进入，董事会有了独立主体地位，董事更积极参与会议讨论。因此，我一直认为，股东和公司的发展是相辅相成的，公司的战略发展方向决定了它会引来哪个类型的股东。2003年，兴业银行想走向国际，所以就引入了国际金融公司(IFC)和恒生银行这样的境外战略投资者。再次，银行要发展，必须资本充足，仅仅依靠由外部投资者以股本方式持续补充资本不利于保持股权结构的稳定。因此我们通过降低分红补充资本，加快银行发展，分红率由原先的70%下降到了35%。

从您个人的从业经验来看，您认为董事会秘书对于上市公司公司治理的核心价值是什么？有什么需要改进的地方?

有为才有位。由于法制环境正处于逐步完善过程，相关法律法规有待出台和完善，在此情形下，董事会秘书的作用和地位取决于公司主要领导的授权以及董秘自身的资历和能力。我在体改委和统计方面的工作经历使我对股份制和资本市场有更多了解。与其他银行不同，兴业银行给了董事会秘书特别的地位和定位。举个例子，2007年6月我在伦敦与汇丰银行会谈。当时安排了一天的会议，讨论了三个议题，分别是零售业务、绿色金融和资本市场业务。汇丰银行非常好奇我在兴业银行的职务和角色，为何会对这几块没有相互关联的业务这么熟悉且感兴趣。我解释说我的职务是董事会秘书，负责公司治理、投资者关系以及资本运作。此外，我也负责创新业务，包括企业转型、普惠金融和社会责任，同时对银行的主流零售业务也很熟悉。我认为，董事会秘书需要全程参与银行的重要决策和主要交易。

尤其在中国，公司治理还处于刚刚起步的阶段，董事会秘书需要更高更广的定位。也正是因为我有全面参与，在引进外国资本的过程中，我与国际投资者的沟通更加顺畅。西方的公司治理体系中，对公司秘书有很成熟的框架和责任范围，公司秘书在框架中的作为和权责很清晰。而中国的法律环境仍在建设中，社会认知还有待提高，业务尚在探索和发展中，组织架构在变化

中，董事会秘书如果把自己限定在一个固定的框架中，就很难开展工作了。

因此，我认为董事会秘书的作用包括如下几方面，分别以例子解释说明：

第一、公司重大决策的参与者和实施者。如协助董事长组织董事会，参与银行发展重大决策，进行各方沟通协调。2004年兴业银行拟收购广东佛山商业银行。因兴业银行当时的零售业务比重仅为3%，如收购佛山银行则意味着银行业务的重大转型。董事会通过一天的激烈讨论，董事之间意见有较大分歧，此事项便没有立即付诸表决。这时，董秘的沟通协调作用就十分重要，因为几位持不同意见的国际投资者委派的董事都与我比较熟，是我引资带进来的。于是我带着几位董事去广东实地考察，考察后大家一致认为珠三角地区经济富裕，零售银行业务大有可为，可以从佛山出发布局整个珠三角。收购议案经过修改之后，获得了董事会的通过，最终完成了这项交易。所以董事会秘书必须既准确传达董事会的意见，又需要兑现对投资者的承诺，促进银行转型。

第二、公司治理理念的践行者和推广者。兴业银行在与境外投资者进行引资谈判时，境外投资者要求获得售股选择权(put option)。我们以公司治理中股份制的原则是股东平等、股权非债权为由，拒绝增加这一权利，最终境外投资者也接受了。但通过境外投资者，我们也接触到了国际上新的潮流和理念，其中有些理念与兴业银行的发展不谋而合。比如，兴业银行在引入外资后，就开始关注社会责任和绿色金融。2007年6月我应邀去伦敦出席英国《金融时报》全球可持续银行论坛，当时我就将社会责任概括为“寓义于利”，即在经营活动中体现社会责任。后来在银行董事会的重视和推动下，兴业银行提出了“积极探索以多种方式推动履行银行社会责任，构建人与自然、环境、社会和谐共处的良好局面”的公司治理新理念。在“绿色”治理理念的指导下，兴业银行于2008年成为中国第一家采纳赤道原则的金融机构，并经过十多年的发展，成为中国绿色金融的探路者和先行者。近年来，节能减排和环境治理已上升为中国国家行动和重要战略。得益于先行的治理理念，兴业银行很早就走在这一战略的前面。我作为董事、董秘，也有幸亲历了兴业采纳赤道原则这个值得纪念的重大事件，见证了兴业银行环境金融业务从无到有的飞跃发展，为此我感到十分骄傲。可见，对于董事会来说，公司治理不是象牙塔，是指引公司——尤其是伟大公司——前行的路标。

第三、与监管部门的沟通者。从1988年开始，巴塞尔协议从第一版到第三版的演变，资本充足率看似始终保持8%不变，但资本要求其实一直在提高：分子（资本）在规范定义并做出相应的剔除，而分母（加权风险资产）在扩大外延，增加了同业和操作风险资本要求等。因此，银行需要持续补充资本。这一工作在西方通常由CFO担任，但在中国则由董事会秘书负责。这是对董事会秘书的挑战。兴业银行曾经在2003年创新地提出发行银行次级债，初始方案被银监会否定。后来我与银监会沟通，探讨银行改革最大的困难，以及所有这些矛盾只能通过增量进行调整，即增加信贷，用附属资本发行次级债。最终这一发行方案获得了银监会的批准。

第四、面向投资者的窗口。由于我主导兴业银行的引资工作，与投资人的关系比较密切，也了解投资人对于风险控制、透明度等问题的诉求，因此在沟通中能解除投资人的疑虑，又维护了银行的利益。曾经有投资人问，什么时候可以问倒我，我当时回答只有我说假话的时候，才会被问倒。我认为“坦诚、透明、专业、自信”应该成为董事会秘书的职业素质标准。

您认为董事会秘书应该如何平衡董事会和管理层的关系？

兴业银行董事会的民主决策贯彻得比较好，董事会一向开得比较激烈。有一次管理层提出议案，要任命两位首席官，董事会提出很多质疑。为什么选这两个岗位？候选人具备什么条件？履行什么程序？最后，由于董事会是票决制，这个提案被否了。所以说董事会票选制很重要，才能体现董事在决策中的作用。但公司治理中有一个无法避免的问题：董事会能否充分履职？关键是管理层提交什么议案给董事会。而这些议案都需要通过董事会秘书提交，因此，董事会秘书需要深入到银行方方面面去了解公司业务，参加党委会、行办会等，充分了解哪些事项应该由董事会来决策，保证董事会的知情权和决策权。

您认为什么样的独立董事能给公司带来价值？

我认为首先是要有专业性。独立董事是董事会的重要成员，参与决策，如果没有足够的专业性，无法完成这个任务。其次是要有独立性，专业性是做好独立董事工作的本领，独立性则是做好工作的基石。目前独立董事的问题主要是两点：一是来源，二是评价。有些机构曾经尝试过建立“独立董事人才库”，然而目前很多政策把有能力的人排除在人才库之外，导致现在的银行很难寻找到合适的独立董事。所以建议应适当扩

大独立董事任职范围，其次应有独立第三方评价独董的履职能力，进行推荐。专业人士例如律师、会计师担任独立董事，其专业能力有助于履行职责，也可以帮助独立董事这个群体履职。对于大学老师担任独立董事，我个人不持赞成态度。主要原因是中国大学的老师普遍缺乏市场经验，除非是在资本市场浸淫多年的法律和会计专业的老师。

您认为当前的董秘制度有哪些需要改进之处？董秘一般会面对哪些风险？

我认为有很多地方需要改进。

第一、要从制度上保证董事会秘书的地位。现在的董事会秘书很多并不是高管，在大多数上市公司其实是中层管理者。而监管部门由于其监管的重点不同，对董秘的重视程度也不尽相同。证监会致力于保护投资者利益，董秘是公司面向投资者的窗口，因此公司法和证监会的政策里都体现了对董秘职位的重视。但在很多公司，董秘虽然名义上是高管，但在实际中按中层管理干部配置，导致董秘这个职位的重要性经常被忽略，无法发挥其应有的作用。

第二、监管者应赋予董事会秘书更多权利，并保护董事会秘书的权利。要像保护独立董事一样保护董事会秘书，甚至要有更强的支持。监管部门事实上是通过董事会秘书掌握公司情况。董事会秘书的风险在于权利无法律保障，由董事长任免。西方的公司秘书通常由首席律师兼任，规则明确，做的事情有限。国内董事会秘书做的事情多，与享有的待遇并不匹配。

*更多唐斌先生的专访内容，请看本报告的党组织篇。

专访——董秘如同烹饪中的调味剂

罗强

董事会成员；前国际金融中心(IFC)全球金融市场局首席银行专家，2004-2012年；独立董事（代表IFC）

您认为董秘在中国上市公司中的价值是什么？

我认为董秘的角色对于公司而言非常重要。他们是信息枢纽，了解哪些信息应当向董事会披露，发生重大情况的时候应马上通知非执行董事。董秘就像是做菜所需要的盐，可以把一个董事会弄活起来。他/她需要了解各方的利益和诉求，并尽量平衡各方，知道如何与非执行董事建立互信。

董秘该如何平衡党委、管理层与董事会的关系？

董秘为了平衡党委和董事会的关系，应当充分理解党在董事会活动中应当扮演的角色，而且有能力从商业角度平衡和调解两方的关系。但有些董秘只考虑书记的利益，因为书记是其真正的上级，对其他董事就态度非常粗暴，不愿意投入时间和精力来充分解释。这样的董秘就不能起到作用，最后反而会把事情越搞越糟。好的董秘除了本身能力要比较强，也应该能够得到各方的尊重。

*更多罗强先生的专访内容，请看本报告的党组织篇和独立董事篇。

3.3 监事会：监视董事

监事会是中国“双会制”公司治理结构中的“第二条腿”，但是其影响较董事会微弱许多。其主要问题包括缺乏独立性，缺少专业性和商业经验，规模较小等。那么，该如何提升监事会在公司治理中的地位?

简介

在中国的“双会制”公司治理结构中，监事会是除董事会之外的第二个主体，其主要职责是代表股东“监督”董事会和管理层的工作。与德国模式相同的是，中国的监事会里也包括职工代表。然而，不同之处在于，中国的监事会对董事和管理层的约束力非常有限，无权聘用或解聘首席执行官或总裁。在公司法文本中，监事会的位置排在董事会之后。而且监事会的规模也比董事会小得多，通常只及董事会的三分之一左右，因此很难实现全面监督。实际上，监事会的作用以“监视”一词来形容也许更为恰当。

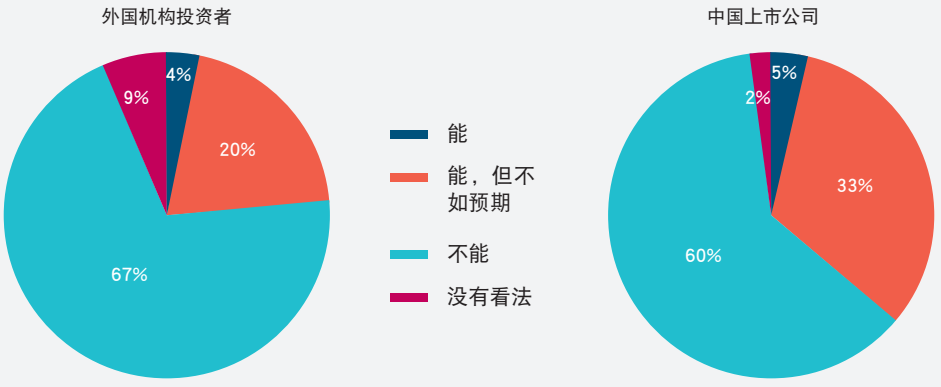
监事会被公认为中国公司治理系统当中最薄弱的一环，充其量只能为国有企业的大股东多提供一重安慰，确保董事和管理层行为得当，虽然这些信息大股东其实已经可以从党组等其他渠道获悉。通常情况下，监事会的工作被认为是重复董事会和内部审计的工作，其监视职能往往只是流于形式，基本不能为公司提供有用的信息，也不能为投资者提供保障。我们对外国机构投资者和中国上市公司分别进行的调查结果均显示，大量的中小股东并不认为监事会能为中国的公司治理增加价值。

2005年中国修订公司法的时候，许多机构投资者和专家曾建议取消监事会，允许公司自行设计监督机制。当然，政府最后并未采纳这一建议：监事会为国有企业提供多一重监督保障，而且允许职工在公司治理中发挥作用，尽管微乎其微。换句话说，当时的决定有部分原因是出于对政治因素的考量。

监事会究竟能否为公司增加更多的价值？既然将近20%的外国反馈者和33%的中国反馈者都认为监事会可以增加部分价值，这个答案保守来说，貌似是肯定的。监事会若要为公司增加价值，首先必须将其角色仔细、清楚地与董事会（特别是审计委员会）以及内部审计的角色区分开来。第二，允许监事会在其他方法都失效的时候，使用部分公司法赋予的调查和诉讼权力。第三，如果公司在董事会中已经建立了充分的监督机制，可以自行选择不成立监事会。

您认为监事会能为中国的公司治理增加价值吗? 图 3.5

外国机构投资者和中国上市公司的看法



资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》和《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》

法律依据

有关中国上市公司设立监事会的法律法规依据包括《公司法》、《上市公司治理准则》、《上市公司规范运作指引》、《国有企业监事会暂行条例》和其他许多规范性文件，内容涵盖了监事会的结构和组成、职责和义务、任职资格和运行程序等。具体解释如下：

结构和组成

公司法第117条规定股份有限公司监事会的基本结构为：

- 成员不得少于三人；
- 应当包括股东代表（“股东监事”）和职工代表（“职工监事”）；
- 职工代表的比例不得低于三分之一；
- 董事、高级管理人员不得兼任监事。

同时，一些上市公司还设有“外部”监事或“独立”监事。

“股东监事”，正如其名，代表股东利益——通常是大股东的利益。法律法规并未对股东提名监事设定强制的最低持股比例，因此各个公司通常在章程里自行规定。不过，深交所鼓励上市公司允许单独或合计持有公司1%以上股份的股东提名股东监事。[1]

实际上，在国家拥有控股权的公司里，股东监事是由国资委提名的。在有些公司里，是由国资委官员在国资委下属的上市公司里担任监事，由于他们不再担任其他职务，所以是全职监事。全职监事通常独立于上市公司的管理层，一般担任监事会主席，有时会在两三家上市公司担任监事，各任期3年，到期不再连任。[2]有时则是由公司的纪委（党组织的一部分）书记担任监事会主席。

通常很难分辨外部监事是否独立

“职工监事”由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他民主形式选举产生。[3]实际上，职工监事一职通常由公司的工会主席担任。

“外部监事”的范畴更广，指在上市公司中除监事外不再担任其他职务的人。外部监事有两种：一种是股东代表，通常是大股东公司的职工，委派到上市公司里担任监事（例如国资委委派的全职监事）；另一种是“独立监事”，也就是独立于公司股东和管理层的监事。

在A股市场中，有些上市公司同时设有外部监事和独立监事。例如，青岛啤酒的监事会中，外部监事占半数以上。中石化设有4名外部监事。遗憾的是，目前并没有规定要求上市公司区分代表股东的外部监事和独立的外部监事。二者统称“外部监事”，令投资者难以分辨。虽然有些上市公司会清楚地区分两种外部监事，例如工商银行。此外，对于在境外上市的公司，外部监事应占到监事会的半数以上，并至少有两名以上的独立监事。[4]

中国银监会对银行的规定

中国银监会对商业银行监事会制定的规定则更为详细。例如：

- 单独或合计持有商业银行有表决权股份3%以上的股东可以提名股东监事。[5]
- 单独或合计持有商业银行有表决权股份1%以上的股东可以提名外部监事。[6]
- 同一股东只能提出一名独立董事或外部监事候选人，不应既提名独立董事候选人又提名外部监事候选人。[7]由于监事会的任务是监督董事会工作，在两个机构都有代表将产生利益冲突。

换言之，对商业银行的规定要比对其他上市公司的规定更严格些。但在许多上市的国有企业中，国资委既会提名独立董事，又会提名外部监事。

监事会的四种模式

A股上市公司的监事会可以划分为四种基本模式：[8]

内部人模式：监事会的所有成员都是公司职工，包括股东监事。这种模式主要存在于民营企业以及控股股东和管理人员高度重合的上市公司里。由于监事会成员均由控股股东选任，所以并无独立性，监事工作也不太可能有效。

外部人模式：股东监事均来自公司外部，并占据监事会大部分席位。这一模式存在于拥有大量“法人股东”（即其他企业）或所有权结构分散的公司里。例如，交通银行的监事会除了监事长外，5名股东监事分别来自5家法人股东。这种模式下，监事会具有相对较强的独立性，其监督职能也应该更有效。

混合模式：股东监事既有公司内部职工，又有来自公司外部的人员。监事会中有独立监事，其中控股股东委派的监事担任监事会主席，这是中国监事会模式的主流形态。这种模式下监事会有一定的独立性，但能否进行有效的监督取决于监事会成员的履职能力及公司的制度。

无股权监事模式：除了职工监事，其他都是独立监事，主要是相关领域的专家学者。这种模式仅在很少部分的公司中存在。这种模式下虽然监事会的独立性也较强，但独立监事对公司进行监督的意愿并不明显。

职能和权力

公司法第53和54条规定了股份有限公司监事会的职能和权力。规定非常宽泛，如下所示：

- 检查公司财务；
- 对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议；
- 当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正；
- 提议召开临时股东会会议，在董事会不履行本法规定的召集和主持股东会会议职责时召集和主持股东会会议；
- 向股东会会议提出提案；
- 依照本法第一百五十一条的规定，对董事、高级管理人员提起诉讼。

监事有权作为无表决权的成员列席董事会会议，并对董事会待决议的事项提出质询和建议。

根据《上市公司治理准则》第72条规定，监事会必须每年向股东大会汇报其履职情况（董事会也应如此）。

监事会也有权（即使并未列为其职责）对其发现的公司运营中的异常事件开展调查。也可以聘用会计师事务所或者其他服务供应商协助调查，相关费用应由公司承担。

在商业银行里，监事会对评估董事会起到了非常重要的作用。同时，监事会对董事的自评和互评也至关重要。监事会会形成最终的评估结果[9]，通报股东大会、董事会和董事本人，并根据评估结果提出工作建议或处理意见。[10]

任职资格

公司法第146条明确列出不可以担任董事或监事的情况，例如有犯罪记录和破产经历的人。而《上市公司治理准则》规定了监事的任职资格要求，例如应具有法律、会计等方面的专业知识或工作经验。[11]按照公司法第147条，监事和董事一样，对公司负有忠实义务和勤勉义务。

挑战

中国与北亚地区的其他市场，尤其是日本，较为类似。监事会的法定权力虽然很大，范围也很广，但是实际上却很少会对行为不当的董事会采取严厉的行动。尽管近些年来不乏违反公司法和证券法的公司，但是几乎没有监事会将董事告上法庭的案例。其主要原因是监事会长期面临着如下困扰：

缺少独立性和权威性

在中国，监事的排名和地位一般都屈居董事之下。按照行政级别和薪酬体系，许多监事会主席要向董事会主席汇报，后者还可以决定前者的任免。因此监事会对董事会的监督作用不强。中国上市公司协会的一项调查显示，大多数被调查的监事认为，“监督者由被监督者提名、选聘，受被监督者领导”是造成当前监事会难以独立、有效监督的首要原因。[12]一些公司，包括大型公司，甚至可以很长一段时间在没有监事会主席的状态下运营，如下表3.3所示。

任职空缺 表 3.3

无监事会主席的国有企业，截至2018年5月底

	前任主席	离职日期
中国农业银行	袁长清	2017年6月6日
中国工商银行	钱文挥	2018年1月5日

资料来源：亚洲公司治理协会研究整理

其他一些有趣的发现：

- 中国银河证券的董事会主席陈共炎兼任党委书记，而监事会主席陈静任党委副书记。按照党委组织结构规定，陈静不能挑战陈共炎的权威。
- 中国中车也存在同样的情况，刘化龙任董事会主席兼党委书记，而万军任监事会主席、党委副书记。
- 北京燕京啤酒的董事会主席赵晓东则显然比监事会主席王金泉级别高出许多，后者任公司保卫部部长、工会主席。

缺乏专业知识和支持

许多上市公司的监事都是党政背景，具有党政或者工会工作经验。尽管《上市公司治理准则》对监事的任职资格有明确要求，但大部分监事依然缺乏会计、法律或专业知识，所以很难从商业和运营的角度来监督董事和高级管理人员的工作。

另外，监事的兼职情况相当普遍，专职监事很少，大多由控股股东或机构股东的领导或中层管理者来兼任。由于这些监事本来就有本职工作需要完成，所以很难有充足的时间和精力参与监事会的工作。

此外，很多上市公司没有给监事会配置独立的办事机构，使监事会的工作很难落实。多数公司的监事会日常业务由公司的证券办、董事会办公室或行政办公室等其他部门代理，履行职能往往流于形式。在这方面，中国工商银行是一个例外。根据2016年年报，工商银行设立了监事会办公室，履行日常行政管理职责，“对公司治理、财务活动、风险管理和内部控制等情况进行监督检查，并负责监事会会议和监事会专门委员会会议的筹备、文件准备及会议记录”。[13]

缺少明确的职责分工

由于监事会的工作与独立董事和董事会专门委员会有部分重合，这几个实体之间如何协调分工（如果有的话）通常不太明晰。如果董事和董事会专门委员会各尽其职，为什么还需要额外的监事？公司是如何管理这些重合的角色来确保管理层的时间不会被浪费呢？

另外，显然有些监事并不了解他们的职责范围，例如无法区分自己与内审部门在财务监督上的差别，甚至有时候做的就是内审的专项审计工作，即就某一专门事项进行审计，与内审没有本质区别。而且，在很多商业银行中，监事会承担了领导内审工作的职责，很多监事会主席分管内审部门的行政事务，这会造成治理上的诸多问题。首先，监事会主席在行政事务上要向行长汇报，这就影响了监事会行使监督职能的独立性；其次，监事会的这部分职能与董事会的审计委员会的职能形成重叠和冲突。

此外，实践中还有另外一种情况，就是监事会监督越权。有些监事不理解监事会就合规合法性监督的工作本质，对董事会或管理层的经营决策内容进行干预，影响董事会的决策权。

缺少问责机制

很明显，中国的公司法中缺少对监事的问责机制，监事不作为不会被追责也是导致监事会无法发挥其作用的重要原因。即便监事尽力履职，试图进行有效监督，也无法确保他们的知情权，因为控股股东的意愿通常凌驾于公司的治理结构之上。这一点可能在民营企业之中比国有企业更为普遍。比如在家族企业中，监事会的话语权通常会大打折扣。

形式化的报告

监事会报告的风格和结构往往非常形式化。公司年报中的年度监事会履职报告会披露监事会的组成和职责、监事的会议出席情况以及履职表现合法合规等信息。只有万科和中石化等少数龙头企业会披露每次监事会会议通过的决议内容，但这是比较罕见的情况。

而商业银行中监事会对董事的评价显然也同样是流于形式。各银行之间的评估结果大同小异，都是同一套陈词滥调，例如对如何改进独立董事工作的建议。常见的措词包括“需增进对公司的了解”，而对执行董事的建议通常是“加强与独立董事的沟通”。

规模太小

最后，另一个影响监事会监督职能的常见因素是其规模：大部分中国上市公司的监事会只有3人，其中一位必须是职工代表。虽然有些公司的监事会规模有4到5人，但是只有极少数能达到6人或以上。同样，个别公司的监事会只有两人。很难想象这样一个小规模、又缺乏足够权威性和专业经验的监事会如何能够正确地“监督”一个人数更多、权力也更大的董事会。下表3.4和图3.6凸显了这一问题：

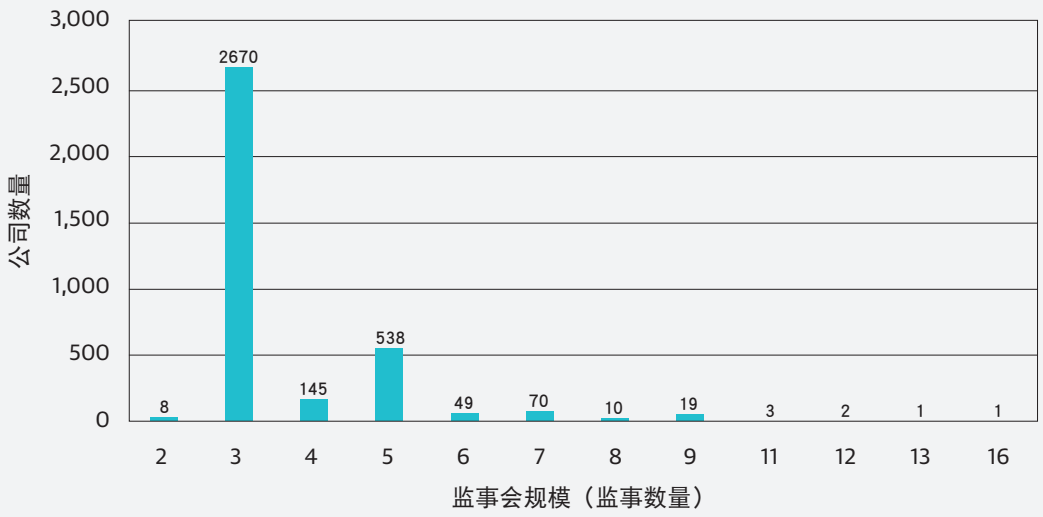
规模太小 表 3.4

中国上市公司监事会的平均规模，2018年5月

监事平均数量	3.53
最大值	16
最小值	2
众数	3

资料来源：亚洲公司治理协会分析，数据由价值在线提供

各监事会规模对应公司数量的分布，2018年5月 图 3.6



资料来源：亚洲公司治理协会分析，数据由价值在线提供

的确，市值较大的公司监事会规模也会略大一些（请见下表3.5），但这并不能显著减少上述提到的种种问题。

规模的影响 表 3.5

中国上市公司监事会的平均规模（按市值），2018年5月

前 100	5.15
前 250	4.46
前 500	4.18
末 100	3.37

资料来源：亚洲公司治理协会分析，数据由价值在线提供

您认为监事会能为中国的公司治理增加价值吗?

在我们的外国机构投资者调查问卷中回答“不能”的回复者给出了以下原因：

1. “监事的角色模糊，他们并没有可以制衡董事会的实际权力。”
2. “监事只会夸夸其谈。”
3. “监事缺少真正的独立性和专业知识，无法构成有效监督。”
4. “对投资者而言，监事会在公司中履行的实际职能并不清晰。”
5. “监事会究竟对谁负责？又代表谁的利益？”
6. “监事会很难有真正的独立性和有效性，而且外界基本不可能接触到。”
7. “也许它们的确（为公司治理）增加了价值，但是在这方面没有透明度。”
8. “不确定他们在质疑管理层时有多大的权力和能力。似乎和日本的法定审计员差不多，基本没有实权，实际上更像是观察员。”
9. “监事会主要是由大股东或管理团队选聘的。中国没有有效的机制赋予中小股东可以影响监事会作用的权力。因此，监事会只是附和大股东或管理团队的意见。”

结论与建议

如果从中国监事会的现状可以改善的结论倒推，我们提出了监事会在中国向前发展的两个大方向。首先是设法加强监事会的权力，划清监事会与其他治理实体之间的权力界限。其次是将选择权交给公司，如果公司认为监事会无法为其带来价值，可以选择不设监事会。

更加清晰的职责划分

应该为监事会制定更加清晰的职责清单，首先可以从现行的公司法和管理办法中有关监事会运作的规定和指引开始。正如本篇上文“职能和权力”中所述，法律赋予监事的某些职能与董事会重合，包括：

- 审查公司财务（包括内部控制和审计）；
- 评价董事和高管的履职情况；
- 向股东大会提出议案。

所有上述职责都已经或应该划分给董事会下设的审计委员会和提名委员会以及董事会本身。法律法规应该更清楚地说明监事会在这些方面的职责与其他治理实体之间的区别，或者缩小监事会的工作范围，避免其与董事会工作内容的重合。如果两个治理实体履行类似或者高度雷同的职责，谁来承担最终责任?

增强专业知识

由于监事会的工作实质上专业要求较高，基本上都与会计、金融和法律相关，所以，确保所有监事都有这些领域的专业技能比确保他们拥有党政的工作背景更加重要。

提高报告的可读性

监事会的年报应该更多地披露实质内容，减少形式化，以便股东能够更好地理解需要他们在股东大会上投票和审批的内容。即便是大型国有企业的监事会报告有时也篇幅很短且缺乏实质内容。即便是报告中披露了监事会某一年工作范围的细节，也通常会淹没在法律和公文腔调的空话里。有时，一些最基本的信息，比如监事的会议出席率统计，会在某一年的年报中披露，但是在下一年却又不见了。投资者一定希望公司可以在怎样以更容易阅读、更有趣的方式传递信息上多下一些功夫。

允许公司自行选择

对于某些类型的上市公司来说，应该给予它们自由选择权，允许它们选择加强董事会、审计委员会和内部审计的职能，同时不设监事会。这样可以在公司内建造一个更加有效，效率也更高的治理体系。对于国有企业来说，下放这样的选择权显然不太现实，但是政府可以考虑在民营上市企业中试行。首先选择少数民营上市公司作为试点，不失为一种可行而且风险相对较低的推广方法。

尾注

1 深圳证券交易所，《中小企业板上市公司规范运作指引》，2015年，第2.2.11条
2 国务院，《国有企业监事会暂行条例》（2000），国务院令第283号，第14条，第16条
3 《公司法》，第117条
4 国家经济贸易委员会（经贸委）、中国证券监督管理委员会（证监会），《关于进一步促进境外上市公司规范运作和深化改革的意见》，1999 年
5 中国银行业监督管理委员会（银监会），《商业银行监事会工作指引》（2012），第6条
6 银监会，《商业银行监事会工作指引》（2012）
7 中国人民银行，《股份制商业银行独立董事和外部监事制度指引》（2002）
8 此部分引自中国上市公司协会2014年发布的《中国上市公司治理报告》第三章
9 银监会，《商业银行董事履职评价办法》（2010），第29条
10 银监会，《商业银行董事履职评价办法》（2010），第33条
11 证监会，《上市公司治理准则》（2002），第64条
12 中国上市公司协会，《上市公司监事会履职报告》，2014年，46页
13 中国工商银行，2016年年报，106页

3.4 独立董事：形式与本质

虽然早在1999至2001年，独立董事的设立在中国就已经成为强制要求，但是他们在董事会治理中发挥的作用仍然非常有限。大部分公司只求满足董事会需要有三分之一独立董事的底线要求，而且独立董事的薪酬也较低。然而，独立董事是可以发挥重要作用的，特别是在审批重大交易时。那么，如何让独立董事为改善公司治理作出更多的贡献呢？

简介

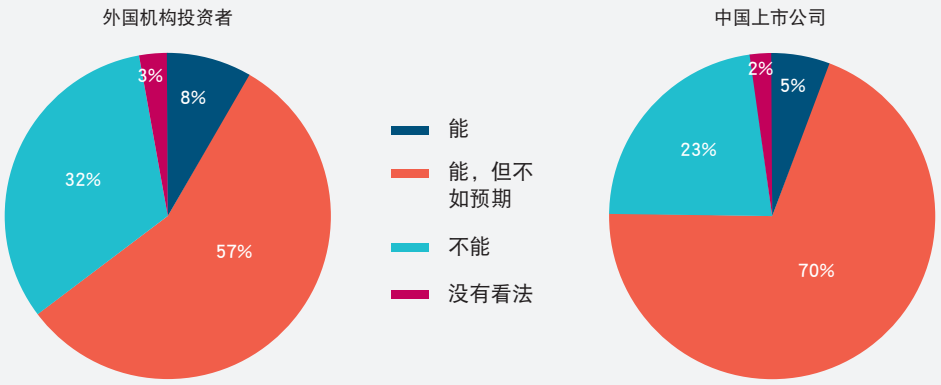
自从1999年3月国家出台相关规定，要求到境外上市的公司应设置两名以上的独立董事，近20年来，独立董事制度一直是中国公司治理的一大特色。虽然中国对独立董事的定义与西方国家及其他亚洲市场没有太大区别，而且监管规定也赋予他们多种理论上的监督职权，但是在实践中，多数上市公司的独立董事并没有真正享有任何实权。考虑到党组织在中国公司中的绝对领导地位（公司治理真正的监督者），以及监事会对董事类似的监视职能，这一结果其实并不意外。但是削弱独立董事制度有效性的系统性因素还不止于此，还包括：遴选流程不专业，薪资低廉，缺乏商业和业务经验，董事会规模较小，以及董事会和专业委员会会议的现场出席率不高等。正如我们2017年对外国机构投资者和中国上市公司的问卷调查结果显示，只有少数回复者对独立董事的整体表现表示满意（请见图3.7）。然而，其实还可以采取很多措施来重振这一重要的治理机制。

法律依据

中国首次引入独立董事制度是为了满足中国企业在海外上市的需求。1999年，中国证监会规定海外上市的中国企业应任命两名以上的独立董事。[1] 2000年，上交所也开始要求其上市公司董事会中“应至少拥有两名独立董事，且独立董事至少应占董事总人数的20%。当公司董事长由控制公司的股东的法定代表人兼任时，独立董事占董事总人数的比重应达到30%”。[2]2001年，证监会发布了具有里程碑意义的《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，要求上市公司董事会成员中应当至少包括三分之一独立董事。[3] 之后证监会还发布了一系列文件[4]，进一步完善独立董事制度。2005年修订过后的公司法为上市公司建立独立董事制度奠定了更为坚实的法律基础。随后，沪深交易所也相继发布了与独立董事任职、履职、绩效和培训相关的一系列规范性文件和指引。

您认为独立董事能为中国的公司治理增加价值吗? 图 3.7

外国机构投资者和中国上市公司的看法



资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》和《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》

独立董事的定义

A股上市公司独立董事是指，不在公司担任除独立董事之外的其他职务，且与其所受聘的上市公司及其主要股东不存在可能妨碍其进行独立客观判断的关系的董事。[5] A股市场对独立董事概念的定义与国际上基本一致，但不同的是，A股市场并没有强调独立董事应当独立于公司的管理层。与世界上其他大多数市场一样，中国对于独立董事的定义中也包括了一个负面清单，列出了所有不符合独立董事标准的人员（请见下框）。

不符合独立董事任职标准的人员

根据证监会针对独立董事颁布的指导意见，以及沪深交易所出台的相关规章制度，以下人员被认定为不具有独立性，不能担任独立董事：[6]

- 在上市公司或者其附属企业任职的人员及其直系亲属、主要社会关系；*
- 直接或间接持有上市公司已发行股份1%以上或者是上市公司前十名股东中的自然人股东及其直系亲属；
- 在直接或间接持有上市公司已发行股份5%以上的股东单位或者在上市公司前五名股东单位任职的人员及其直系亲属；
- 在上市公司实际控制人及其附属企业任职的人员；
- 为上市公司及其控股股东或者其各自的附属企业提供财务、法律、咨询等服务的人员，包括提供服务的中介机构的项目组全体人员、各级复核人员、在报告上签字的人员、合伙人及主要负责人；
- 在与上市公司及其控股股东或者其各自的附属企业具有重大业务往来的单位担任董事、监事或者高级管理人员，或者在该业务往来单位的控股股东单位担任董事、监事或者高级管理人员；
- 近一年内曾经具有前六项所列举情形之一的人员。

*“直系亲属”直系亲属是指配偶、父母、子女等；“主要社会关系”是指兄弟姐妹及其配偶、配偶的兄弟姐妹以及其他姻亲关系。

然而，该定义中并未提及有关“交叉董事”（英国规定）[7] 或“联锁董事”（美国规定）[8] 不得担任独立董事的规定。另一个不足在于负面清单当中规定的“冷静期”仅为一年。因此，任何从公司离职或者退休刚刚超过一年的员工即可担任公司的独立董事。

独立董事的任职资格与限制条件

根据有关法律法规要求，[9] 独立董事的任职资格包括有：

- 具有独立性；
- 具备上市公司运作的基本知识；
- 熟悉相关法律、行政法规、规章及规定；
- 具有五年以上法律、经济或者其他履行独立董事职责所必需的工作经验。

一项重大的改变发生在2013年。中共中央组织部（中组部）发布禁令，规定现任党政领导干部以及退休3年内的原党政领导干部不得在上市公司担任独立董事。[10] 这项禁令颁布后，上市公司中有大批独立董事辞职，也让独立董事中长期存在的“官员董事”现象得到了一定遏制。

同时，证监会出台的《独立董事指导意见》还要求，独立董事原则上最多在5家上市公司兼任独立董事，独立董事中至少有一名会计专业人士，而且独立董事的连任时间不得超过6年。[11]

证监会授权沪深两大交易所对上市公司独立董事候选人的任职资格和独立性进行备案和审核。交易所可以对独立董事候选人的任职资格提出异议。凡是交易所提出异议的候选人，将不得担任独立董事的职务。

独立董事的职权

证监会的《独立董事指导意见》规定独立董事应该具有以下特殊职权：

- 重大关联交易（指上市公司拟与关联人达成的总额高于300万元或高于上市公司最近经审计净资产值的5%的关联交易）应由独立董事认可后，提交董事会讨论；独立董事作出判断前，可以聘请中介机构出具独立财务顾问报告，作为其判断的依据；
- 向董事会提议聘用或解聘会计师事务所；
- 向董事会提请召开临时股东大会；
- 提议召开董事会；
- 独立聘请外部审计机构和咨询机构；
- 可以在股东大会召开前公开向股东征集投票权。

然而，除了第1项外，其他需要独立董事主动行使的特殊职权极少被行使。

调查的统计数据

虽然可以从公开资料中找到部分有关中国独立董事的统计数据，尤其是来自沪深交易所的，但是近年来大多数数据都没有再更新。这也使得我们对这一课题的研究相当具有挑战性。

中国上市公司协会2013年报告

中国上市公司协会2013年发布的《上市公司独立董事履职情况报告》是现有最新的、详细记载并研究了全中国范围内独立董事情况的公开报告之一。该报告中包括的主要统计数据如下：

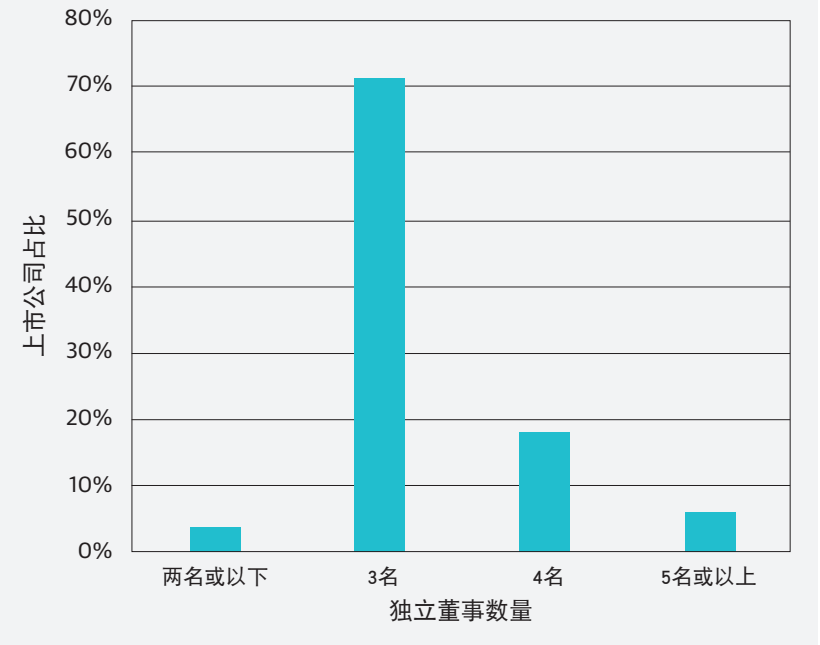
独立董事的数量

截至2012年底，沪深两市在职的独立董事共5972人，平均每个独立董事在1.39家公司任职，平均每家公司聘任3.3名独立董事。如图3.8所示，只有少数公司拥有两名或以下，或者5名或以上的独立董事。

大量公司拥有3名独立董事形成了所谓的“三人现象”。由于上市公司董事会成员中应当包括至少三分之一的独立董事，因此独立董事的“三人现象”和董事会规模的“九人现象”相呼应（即董事会由9人组成）。另外，在近69%的上市公司中，独立董事的占比在33%到40%之间——即刚好达到或略高于2001年颁布的指导意见的最低要求（不过这也说明当时在相当比例的中国上市公司中独立董事的占比高于40%）。

“三人现象”的普遍性 图 3.8

2012年所有中国上市公司的独立董事数量分布



资料来源：中国上市公司协会

独立董事的年龄分布

截至2012年底，沪深两市上市公司的独立董事平均年龄为54.7岁，其中，年龄最大的84岁，最小的28岁。从年龄的区间分布来看，绝大多数的独立董事年龄集中在41至70岁。

独立董事的薪酬分布

2012年，独立董事的平均年薪为8.9万元人民币（约合1.4万美元），中位数为6万元人民币。如下表3.7所示，最常见的独立董事年薪范围是4万到6万元，三分之二的独董年薪不超过8万元。只有不到10%的超过20万元。当年薪酬最高的独立董事收入为124万元人民币（约合19.7万美元），而年薪高于50万元的独立董事一共有13位。

值得注意的是，2012年有6家深交所上市公司的独立董事并未领取任何薪酬。[12] 而这一情况到了2013年在上交所上市公司中甚至更为严重——有312名独立董事（总占比8.75%）在当年未领取任何薪酬。也就是说，这些董事虽然付出了劳动，却没有从上市公司领取薪酬。

薪酬偏低 表 3.6

2012年中国独立董事的年薪范围

薪酬范围（元人民币）	董事数量	百分比（%）	累计占比（%）
低于20,000	310	5.96	5.96
20,000-40,000	673	12.94	18.90
40,000-60,000	1,770	34.03	52.92
60,000-80,000	695	13.36	66.28
80,000-100,000	435	8.40	74.68
100,000-150,000	587	11.30	85.99
150,000-200,000	337	6.48	92.46
200,000-250,000	163	3.13	95.60
250,000-500,000	215	4.15	99.75
高于500,000	13	0.25	100

资料来源：中国上市公司协会

独立董事的专业背景

截至2011年底，独立董事中专家学者比例最高，约占41%；企业高管（担任高管以及拥有高管经验）占19%，排第二位；第三位为前政府官员，占13%。

新数据

有关独立董事的最新统计数据基本上证实了中国上市公司协会2013年的研究结果。2017年10月，《董事会》杂志刊登的一篇题为《董事薪酬、独立董事制度是新突破口》的文章指出，近5年来，中国上市公司独立董事的平均比例保持在37%左右。2017年，有将近49%的上市公司独立董事比例为三分之一，而仅有1.91%的上市公司占比超过50%。其中最高比例为首旅酒店的75%。[13]

亚洲公司治理协会2018年5月进行的分析也再一次证实了上述趋势。如图3.9所示，独立董事的“三人现象”仍然在中国的上市公司间盛行（事实上，拥有3名独立董事的上市公司占比已经从2012年的略低于72%上升到了2018年的78%）。图3.10表明，有47%的公司独立董事占比三分之一，而总共有68%的公司独董比例在33%到40%之间。

大型公司没有起到示范作用 表 3.7

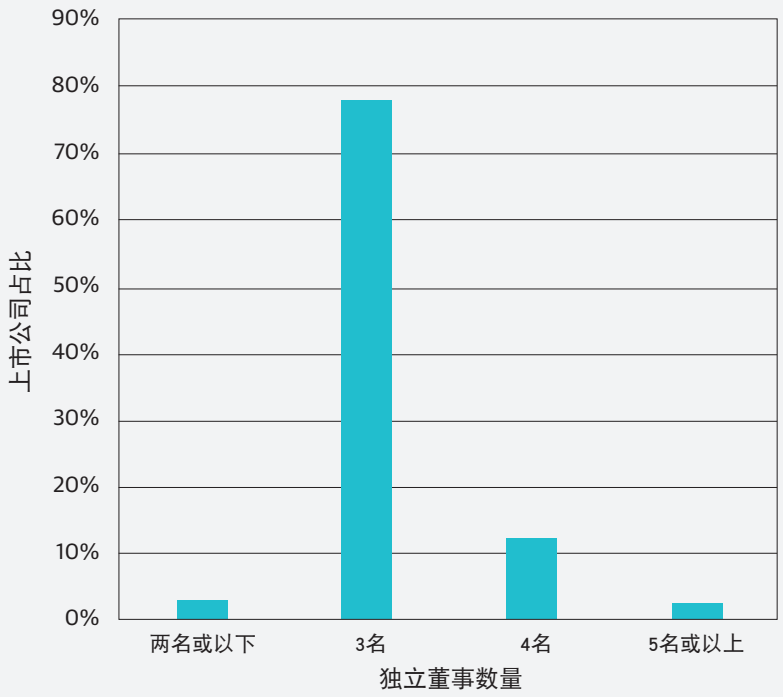
2018年5月，中国按市值排名前100家上市公司的独立董事数量和比例

	数量	百分比（%）
平均值	4.1	39%
最高值	6	67%
最低值	3	33%
众数	4	33%

注：百分比经过四舍五入。
资料来源：亚洲公司治理协会分析，数据由价值在线提供

“三人现象”愈加普遍 图 3.9

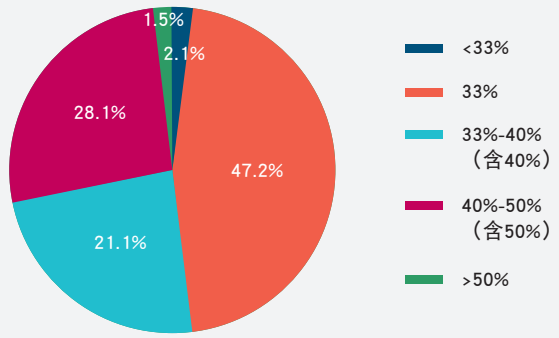
2018年5月，3516家中国上市公司的独立董事数量分布



资料来源：亚洲公司治理协会分析，数据由价值在线提供

有意思的是，如图3.10所示，28%的上市公司独立董事比例在40%到50%（含50%）之间，然而这些公司中的绝大多数其实并非排名最靠前的大型上市公司。因为由亚洲公司治理协会对中国市值最高的前100家上市公司进行的研究发现，这些公司的独立董事数量或比例并没有明显超越三名或者三分之一的最低规定，请见表3.6。

2018年5月中国上市公司董事会的独董比例 图 3.10



资料来源：亚洲公司治理协会分析，数据由价值在线提供

在这些公司之中，中国建筑的独立董事比例高达67%，但这主要是因为该公司的董事会仅由6名成员组成。仍有25家公司的独立董事比例仅为监管要求下的三分之一底线。只有11家公司的独立董事比例等于或者高于50%。其中，除了中国建筑之外，只有一家公司的独立董事占比超过了董事会的半数：分众传媒（7名董事，4名独立董事）。

还需要注意的是，沪深两市的上市公司之中独董的比例（平均数和众数）并没有明显的差异。唯一值得一提的区别就是上交所上市公司的独立董事比例最高值要高于深交所的上市公司。

薪酬减少

深交所研究员曾斌博士日前发表的一篇文章中[14]罗列了中国薪酬最高的15位独立董事，请见表3.8。其中值得特别注意的一点是，2017年中国独立董事的最高年薪99万元，明显低于2012年的最高年薪124万元。

银行业的独立董事薪酬独占鳌头 表 3.8

2017年A股公司独立董事薪酬前15名

	公司名称	所属行业	独立董事姓名	年薪（元人民币）
1	中国民生银行	银行业	解植春	990,000
2	中国民生银行	银行业	李汉成	950,000
3	中国民生银行	银行业	郑海泉	880,000
4	中国民生银行	银行业	刘纪鹏	865,000
5	中国民生银行	银行业	刘宁宇	810,000
6	红星美凯龙	家具零售	丁远	800,000
7	中国民生银行	银行业	彭雪峰	680,000
8	红星美凯龙	家具零售	钱世政	600,000
9	红星美凯龙	家具零售	李振宁	600,000
10	红星美凯龙	家具零售	李均雄	600,000
11	中国银行	银行业	Nout Wellink	600,000
12	招商银行	银行业	梁锦松	500,000
13	招商银行	银行业	潘英丽	500,000
14	招商银行	银行业	潘承伟	500,000
15	招商银行	银行业	黄桂林	500,000

资料来源：曾斌博士，《关于独立董事制度的现状与思考》

此外，曾斌博士还指出，过去10年间，中国A股市场独立董事薪酬的增速始终低于通货膨胀率。有人相信这一现象背后的原因是许多上市公司逐渐意识到独立董事为公司带来的价值低于预期，因此在合理范围内尽可能地压低他们的薪酬。事实上，独立董事的平均薪酬也呈下降趋势：价值在线提供的数据显示，2017年中国独立董事的平均年薪为78660元，较2012年下降超过11%，而中位数则只有65000元。

挑战

除了上述提到的董事会规模小、独立董事数量和比例仅达合规底线以及董事的低薪酬等问题，中国的独立董事制度还面临着其他挑战和障碍。

各界对独立董事的作用持怀疑态度

从最佳实践和证监会指引的角度来看，独立董事应该履行多项职能，包括：

1. 参与董事会的决策过程，使之更加客观；
2. 监督管理层，保护股东权益；
3. 平衡公司内不同利益团体的利益，提供独立见解，降低各利益团体间产生冲突的风险；
4. 提升公司的风险管理质量。

尽管如此，事实上如今中国国内普遍认为，大多数独立董事的履职表现并未达到预期——就如本章开头我们的问卷调查结果显示的一样。想要独立董事发挥更大的作用，首先需要增强他们的客观性和专业性。由于目前独立董事的选任机制还是主要有赖于他们与控股股东或实际控制人之间的个人关系，因此其客观思考的能力难免受到影响。而且独立董事的专业度普遍不够，因此不能对公司的战略、风险管理和董事会决策提出有价值的见解，使得独立董事的作用基本沦为“凑数”——这也是为何大多数中国的上市公司没有动力选择让独立董事比例超过监管要求的三分之一。

大多数上市公司没有动力选择让独立董事比例超过监管要求的三分之一

早期的研究结果也支持大多数投资者对独立董事发挥的作用持怀疑态度的结论。中国上市公司协会也于2013年就独立董事的履职情况进行了一项问卷调查，调查对象包括上市公司的董事、高管、投资者（含机构投资者和个人投资者）和其他相关人员（含上市公司监管部门、自律机构人员，高校学者和社会研究机构人员等）。调查结果表明，投资者对独立董事在促进公司整体发展方面所起到的作用满意度最低——有57%的投资者选择了“一般”或“比较差”，而其他相关人员中选择这两项的比例只有25%。在另一题有关独立董事保护中小投资者利益的回复中，选择“很好”和“较好”的投资者合计比例只有36%，远低于平均水平。[15]

建议者而非监督者

尽管法律和公司治理准则都要求独立董事履行监督职能，现实是中国大多数的上市公司都存在控股股东，所以要做到这一点几乎不太可能。2012年，深市有65%的主板、76%的中小板和74%的创业板公司都存在着单一控股股东。[16] 而同年沪市仅有35家上市公司明确披露没有实际控制人，占发布年报的954家上市公司的3.67%。[17]

鉴于上述原因，防止大股东滥用控制权就成为上市公司监管的主要任务之一。中国法律要求上市公司的独立董事“尤其要关注中小股东的合法权益不受损害”。[18]因此，法律制度赋予了上市公司的独立董事一些特殊权力：如批准重大关联交易，及对重大事项发表独立意见。但事实上，独立董事在行使这些特殊权力时，主要关注点是合规性和程序性，而很少关注关联交易和重大事项的实质是否侵害了中小股东的利益。

简言之，独立董事在实践中更多的是扮演专家指导或战略咨询的角色，而不是行使其监督职能。当被要求列举独立董事为公司所作的贡献时，上市公司一般提及的方面主要包括海外投资、收购、外汇交易、金融衍生品投资等。在行使监督职能方面，独立董事对管理层的质疑力度明显不够。不过也有些公司的管理层提到，在准备提交给董事会的材料时需要考虑到独立董事可能会提出的问题，因此独立董事的存在让他们在提案的前期准备过程中变得更全面和细致。

寻找合适的候选人

目前的状况是，公司在寻找独立董事的时候主要靠董事长及其管理团队的人脉和熟人推荐，尚没有形成一个市场化的独立董事候选人选聘机制。虽然中国的一些机构已经设立了独立董事人才库。例如，深交所和北京上市公司协会都设有“独立董事人才库”，也有一些上市公司到人才库挑选独立董事候选人，但这还没有成为主流做法。

有时候，上市公司需要聘请外部的猎头公司来搜寻合适的人选。但猎头费用又是一笔不小的开支：一个顶级的外资猎头公司对于成功推荐一个董事人选的收费约为40万元（本土机构的收费大约是一半）。相对于独立董事约7.8万元的平均年薪，这笔猎头费的开支对于上市公司而言无疑是利小本大。

2012年对深交所中小板公司进行的一项研究结果显示，社会关系对选择独立董事有着重大的影响。[19]不单单是公司总经理更倾向于任命自己熟悉的人，而且总经理的权力越大这种现象越明显。显然，这些出于社会关系受聘的独立董事并不会增强董事会的决策制定水平。

缺乏商业经验或行业知识

自2001年以来，中国国内对独立董事制度最常听到的不满之一就是大多数独董只拥有学术或非商业背景，并不具备行业或市场经验，导致他们对公司运营及所属行业趋势和市场发展的理解能力、洞察力都不够，难以对公司面临的战略性议题和具体交易提出有价值的观点。《清华金融评论》于2017年刊登的一篇文章恰好反映了2012至2016年间深市公司在这一问题上的严重性。如表3.9所示，深交所主板公司的独立董事中最多的就是“学者”。其比例虽然略有波动，但是在过去5年间已经从2012年的42%上升到了2016年的47%。“中介机构”（会计、律师）作为独立董事的比例则始终高于20%。而“行业专家”的比例从2012年的略低于5%迅速上升至2014年的29%，然后又在2016年下降到了低于4%。“公司高管”的比例一直在15%至22%的区间内波动。而最正面的发现就要属“退休官员”占比在逐年稳步下降，表明这一群体作为独立董事的影响力正在慢慢削弱。

表3.9同时罗列了深交所中小板和创业板公司独立董事背景的变化情况，具体为：

- **中小板公司**：学者和公司高管背景的独立董事人数大幅下降后又有所回升；行业专家背景的独立董事趋势则刚好相反；中介机构的影响力较为稳定；退休官员的比例同样出现下滑。
- **创业板公司**：学者和退休官员背景的独立董事比例同时出现下降；行业专家的比例稍有波动；公司高管现在更具影响力；中介机构的比例则基本维持不变。

大量学者、会计以及律师背景的独立董事 表 3.9

2012至2016年，深交所上市公司独立董事的背景

	年份	学者	行业专家	中介机构	公司高管	退休官员	其他
	2012	42.00%	4.70%	20.30%	15.4%	15.5%	2.2%
	2013	44.21%	10.86%	21.07%	5.62%	11.76%	10.73%
主板公司	2014	45.06%	29.1%	26.29%	21.84%	9.55%	7.06%
	2015	41.88%	8.18%	23.94%	17.61%	4.16%	4.23%
	2016	47.39%	3.82%	23.76%	16.11%	3.37%	4.29%
	2012	45.50%	8.5%	20.3%	17.1%	7.6%	0.6%
	2013	41.58%	9.72%	23.56%	1.83%	16.46%	5.27%
中小板公司	2014	25.79%	21.56%	22.75%	18.96%	4.45%	8.33%
	2015	40.02%	10.52%	21.70%	15.78%	2.84%	9.14%
	2016	40.70%	7.94%	23.86%	18.86%	2.27%	6.09%
	2012	45.90%	5.2%	21.4%	17%	10.1%	0.5%
	2013	48.10%	13.99%	23.54%	3.8%	7.32%	10.84%
创业板公司	2014	39.28%	15.55%	21.03%	18.9%	1.39%	4.58%
	2015	31.51%	18.62%	23.43%	18.49%	3.00%	4.94%
	2016	34.74%	13.92%	24.33%	19.24%	2.63%	4.97%

资料来源：清华金融评论，2017年 [20]

**制作此表时，同一位独立董事的多重身份全部计算在内。*

政治背景和18号文

聘请具有政治背景的独立董事为不同公司带来的好处不尽相同。不过，在中组部2013年发布18号文[21]禁止退休官员担任独立董事之前，政治背景是上市公司聘用这类独立董事的主要原因。据2013年《中国青年报》报道，当时在A股公司中有44.9%的独立董事有“从政背景”。2015年的一项学术研究[22]则发现，具有政治背景的独立董事在不同所有权性质的公司中所发挥的作用不同。例如，由于国有上市公司与政府之间存在着天然的联系，因此具有政治背景的独立董事在国有上市公司中的作用比较有限，国有上市公司聘请他们作为独立董事，可能是出于对卸任官员的某种照顾。

而对于民营上市公司而言，聘请具有政治背景的独立董事则可能是为了帮助公司获得公平的资源配置和竞争机会，或是得到诸如产业发展、信贷融资、财政补贴以及税收优惠等方面的咨询建议。虽然这些独立董事是否真的能够帮助公司争取到上述“条件”还有待商榷——至少在深圳如此。如表3.9所示，拥有更多民营企业的深交所中小板和创业板公司中“退休官员独立董事”的比例下降得比拥有更多国有企业的主板公司还要快。

在此背景下，另外值得一提的一点是，18号文的适用范围不仅包括退休官员，也包括在大学中兼任行政职务的学者。这也更好的解释了为什么在18号文刚刚发布之后的2014年，“学者独立董事”的比例在主板公司之中没有明显变化，但在中小板和创业板公司之中却迅速下滑：究其原因，是因为学者们普遍更愿意为了声誉和薪酬都更高的主板公司董事席位辞去大学的职务，而却不愿意为了中小板和创业板公司作出同样的牺牲。因此，18号文也为中国公司的治理造成了一些短期的问题，即由于符合资格的独董数量突然减少，导致部分公司不得不违反三分之一的监管要求。

高质量履职得不到回报

如上文“调查的统计数据”一节中所述，中国独立董事的平均薪酬较低。另一个与之相关的问题是，独立董事的薪酬如何因公司规模、所处地区和所属行业而有所不同。毫无疑问，业绩较好的公司中独董的薪酬也会相对较高。不过，另外一点虽然合乎常理，但是很少有人提及的是，中国相对较为富裕的东南部和东部省份中公司独立董事的薪酬往往要高于西部省份的。此外，银行和能源类公司的独立董事薪酬也高于其他行业的上市公司。但是值得担忧的是，总体而言，上市公司在制定独立董事薪酬时带有一定的随意性，并没有体现独立董事的个人价值或者履职质量。

较低的出席率和质疑率

中国的独立董事文化中最令人难以理解的特点之一是有大量独董不亲自出席董事会会议，而只是通过电话，或者委托他人代表出席。沪深交易所的公开数据显示，中国上市公司的董事会会议中存在着大量“通讯表决”的情况（即通过电话或电邮进行投票）。以2016年的深市公司为例，只有略低于35%的主板公司和45%的中小板公司中的独董亲自出席了董事会会议，其余均为委托出席或者通讯出席（请见表3.10）。

出席方式 表 3.10

2012-2016年深交所上市公司董事会会议出席情况

	主板公司				中小板公司			
年份	现场	通讯*	委托	缺席	现场	通讯*	委托	缺席
2012	41%	56%	3%	0%	55%	44%	2%	0%
2013	39%	57%	3%	0%	54%	44%	2%	0%
2014	41%	56%	3%	0%	53%	45%	2%	0%
2015	37%	60%	3%	0%	48%	51%	1%	0%
2016	35%	63%	2%	0%	45%	54%	2%	0%

资料来源：清华金融评论，2017年[23]
**通讯出席是指通过网络、社交媒体或者电话出席会议。*
（注：百分比经过四舍五入，因此相加可能不等于100%。）

同时，现有的董事会投票结果显示，独立董事投反对票的概率极低。比如，2015年深市创业板中只有一位独立董事投了反对票，另有3位投了弃权票。此外，从2013年到2017年10月，中国所有上市公司的独立董事总共仅发表了277条非同意意见（包括反对、保留、弃权等），只占此期间意见发表总数201197条的约0.1%。[24]

结论与建议

虽然中国的独立董事面临着诸多的系统性挑战，而且市场对其能力的寄望也不高，但令人意外的是，中国市场当中好像也没有太多试图掩盖这一不足、粉饰太平的情况。事实上，所有官方和半官方的研究报告都指出了亟需解决的真实问题，其中之一便是2013年就得到解决的退休官员和出于政治考量任命的人员进入董事会的情况。此外，有证据表明，一些公司已经开始聘请更多有商业经验的人进入董事会。同时，也应该公平地说，虽然独立董事这一概念2001年在中国出现的时候好像“平地一声雷”，但是在过去10年的政策制定周期中，它基本上可以说是被忽视的。然而，随着《上市公司治理准则》的重新修订，相信这一概念也将再度受到重视。那么，公司可以采取哪些措施来切实增强其治理系统中独立董事的作用呢？我们的建议如下：

建立有机的董事会

我们在3.2《董事会》一章中曾经建议，也许中国是时候考虑修改独立董事占董事会成员三分之一这项规定了，而且我们注意到现在的规定其实给独立董事带来了沉重的负担（至少对于那些认真履职的董事来说如此）。其实在许多市场中，独立董事的数量随着公司的成长和发展而增加是一种自然的进化

过程。虽然3名独立董事对于小型公司而言可能足矣，但对于快速增长的中型公司来说不太可能够用，更不要说是业务复杂的大型公司。与其用一种死板的、硬性规定的方式来要求公司任命独立董事，不如让公司自己思考需要什么样的董事才能更好地服务自身的需求。这种“有机的”董事会构成方式会自动地把公司业务的复杂程度、这方面未来的变化、以及当前及未来董事会专业委员会的数量等因素纳入考量。公司独立董事的数量应该与董事会专业委员会的数量成正比。这种方式应该会导致独立董事在很多公司董事会中占比的提高——我们并不是在建议董事会的总体规模应该增大。

启动董事发展计划

尽管的确有少数中国的上市公司在努力寻找具有专业知识和商业经验的独立董事，可以说绝大多数公司并没有这样做。除了用董事会评价来改善董事会整体的履职表现外，董事发展计划也不失为一种增强董事个人技能的有用方法。这种计划不是一定要完全在教室里完成，还可以包括实地考察公司各个部门的营运情况、与股东会面交流、就环境或社会等和公司相关的因素与范围更广的利益相关者进行讨论等等。在董事会中任职不应该是躲在象牙塔里。公司也可以在全国范围内的各个地方举行董事会会议，鼓励独立董事更多地认识公司的客户和其他利益相关者。随着董事对自己工作兴趣的提升，他们为公司提供的价值也一定会增加。

使用“技能矩阵”来实现董事会的多样化

一种合理的做法是使用“技能矩阵”来解决董事会的构成和多样化问题。“技能矩阵”是通过详细罗列公司每位董事的个人和专业技能、经验、教育背景以及其他特点，再与公司的业务运作和战略规划相对照，来突出董事会构成中所欠缺的部分。目前的董事会能否保证现在和未来在技能和专业知识上都能达到适当的平衡？公司是否正在计划进入一个已经超出大多数（即便不是所有）董事会成员知识范围的地区或行业？董事会是否具备足够的专业知识来领导公司进行可持续性方面的治理？上述问题在选择独立董事的时候同样至关重要。

中国上市公司董事会的多样性无论是在技能、性别还是文化背景方面都有很大的改善空间

召开独立董事的年度会议

许多发达市场要求或者鼓励独立董事至少每年在没有执行董事和董事长（若董事长是非独立董事）在场的情况下会面一次。其目的是让独立董事得以单独讨论公司的战略、风险、高管薪酬和公司面临的其他相关问题，然后将讨论结果汇报给董事长。在此背景下，公司可以指定或选举一名“独立董事召集人”。这名独立董事可以领导并代表其他独立董事提出意见，然后汇报给董事长，或在必要时汇报给董事会秘书。

禁止委托出席，劝阻电话出席

虽然公司法允许无法亲自出席董事会会议的董事委托他人代为出席和投票，但这种做法实际上大大削弱了董事会会议的有效性和董事会的凝聚力。我们有理由相信这种做法应该被禁止。同理，我们认为通过电话参与会议和投票的做法（除特殊情况外）也应该被禁止。无论公司法是否会就这一问题进行修订，我们都建议公司不要在董事会中采用上述两种做法。

尾注

1 中国证券监督管理委员会（证监会），《关于进一步促进境外上市公司规范运作和深化改革的意见》，1999年3月

2 上海证券交易所（上交所），《上海证券交易所公司治理指导意见》，2000年

3 证监会，《独立董事指导意见》，2001年，第1条

4 证监会，《上市公司治理准则》，2002年；《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》，2004年

5 《独立董事指导意见》，第1条

6 《独立董事指导意见》，第3条；上交所，《上海证券交易所上市公司独立董事备案及培训工作指引》（2016年修订），第12条；深圳证券交易所（深交所），《深圳证券交易所独立董事备案办法》（2017年修订），第7条

7 《英国公司治理准则》，第8.1.1条

8 关于跨董事，《纽约证券交易所挂牌上市规则》303A.02 (b)(iv)以及《纳斯达克上市规则》4200(a)(15)(E)规定，如果“董事或直系亲属被聘为，或在过去三年内曾经被聘为另一家公司的执行总裁，而上市公司任何现任执行总裁目前在或曾经在该公司薪酬委员会任职”，则该类人士为非独立人士。

9 《独立董事指导意见》，第2条

10 中央组织部，《关于进一步规范党政领导干部在企业兼职（任职）问题的意见》，2013年

11 《独立董事指导意见》，第1条、第4条

12 中国上市公司协会（CAPCO），《上市公司独立董事履职报告》，2013年

13 《董事会》，《董事薪酬、独立董事制度是新突破口》，2017年10月21日。请参阅：http://mp.163.com/v2/article/detail/D1A4U5NJ0530IE6O.html

14 曾斌，独立董事现状及思考，2018年4月17日。请参阅： https://mp.weixin.qq.com/s/zhldrQa7scYANGXfB3TU8A

15 中国上市公司协会，《上市公司独立董事履职报告》，2013年

16 深交所，《2012年深市上市公司治理情况报告》

17 上交所，《2012年度沪市上市公司治理专题调查和研究报告》

18 证监会，《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》，2001年，第1条

19 刘诚、杨继东、周斯洁；社会关系、独立董事任命与董事会独立性；《世界经济》，2012年12期：83-101页

20 曾斌，陈彬；从独立董事表决情况谈我国独立董事制度的完善；《清华金融评论》，2017年1月

21 中央组织部，《关于进一步规范党政领导干部在企业兼职（任职）问题的意见》，2013年

22 醋卫华；独立董事的价值：来自独立董事集中辞职的证据；《经济管理》，2015年第37（03）期：56-66页

23 曾斌，陈彬；从独立董事表决情况谈我国独立董事制度的完善；《清华金融评论》，2017年1月

24 《董事会》，《董事薪酬、独立董事制度是新突破口》，2017年10月21日。请参阅：http://mp.163.com/v2/article/detail/D1A4U5NJ0530IE6O.html

专访——独立董事必须要有勇气

罗强

董事会成员；前国际金融公司(IFC)全球金融市场局首席银行专家，2004-2012年；独立董事（代表IFC）

您认为上市公司独立董事的价值在哪儿？

独立董事对于上市公司的价值，是个既容易又很难回答的问题。从公司治理的目的来看，主要是透明性和独立性。独立董事一定要足够独立，能够对公司经营决策提出质疑、提供建设性意见，才能充分发挥独立董事的作用。现实中，很多因素会影响独立董事的价值，限制独立董事发挥有效的作用。

首先，独立董事的价值受限于独立董事的聘用环节。上市公司选聘独立董事时不会去找明知会和公司“对着干”的人。独立董事能发挥多少作用，取决于公司在选聘独立董事时双方对于独立董事应该如何履职的理解。如果董事长和管理层不喜欢一直质疑各项事情的独立董事，而独立董事也认为自己的工作就是开会、投票和配合，那么这个独立董事就很难发挥其应有的作用。实际上，不少独立董事是董事长的朋友，这样的身份使得董事会的讨论容易一边倒，很难形成观点冲击，做出真正对公司有价值的结论。

其次，独立董事发挥作用的范围是有一定限制的。以去餐馆吃饭为例，在餐馆点餐只能点菜单上的菜，不可能跑去厨房跟厨师讲要吃其他的菜。同样，独立董事去公司开会的时候名义上是公司在征求董事的同意，可是独立董事拿到的会议议题都是公司提供的。你只能在人家提供的有限的菜单里点，出不了这个范围。有多少独立董事能主动提出其他议题呢？恐怕很少。

再次，从独立董事个人情况来看，其个性和是否愿意积极地投入独立董事工作都影响独立董事在公司的价值。我认为做独立董事最重要的也最难的是要有勇气。勇于挑战敢于质疑，才能给公司的发展带来价值。独立性强的董事一定会比独立性差的董事价值更大。但这一点在亚洲是比较困难的，因为亚洲文化不鼓励出头打抱不平。在中国，对于在体制内工作的独立董事而言，会顾及更多，即便有反对意见，也不会提出来。

我认为，董事会上有利益不完全一致的各方坐在一起讨论问题，更能实现董事会的价值。我之所以敢在董事会上捅马蜂窝，不是因为我多么有勇气，而是因为我不是体制内的。我发声不会有后果，也不会因此付出代价。我也碰到过有勇气的独立董事，他不会用我这么直接的方式，但他也有意愿去促进公司的发展。所以独董能否发挥作用，还取决于他个人的价值观。有些董事很少用心，董事会上一句话都不说，只是举手、吃饭、走人。他们的心理就是，千万别出事，让我顺利当完这一任独董，然后去另一家继续混。

您认为中国上市公司的独立董事是否称职？他们与国际上其他国家的独立董事相比如何呢？

独立董事是否称职可以从几方面的角度考量。首先从资质来看，目前中国上市公司的独立董事基本都受过高等教育，能够读懂财报，不少独立董事还是学者教授，履历上都是称职的。但是资质称职不代表工作称职。特别是对于银行的业务，很多独立董事是不了解的，他们提不出什么问题来。而且，有些独立董事身兼数职，分配到独立董事工作上的时间和精力有限。有些甚至无法亲自参加董事会，只能委托董事长代为投票。需要说明的是，在英美系公司里，独立董事是个人职责，不可以委托他人投票。在时间精力允许的情况下，独立董事是否能称职工作呢？开会前是否准备充分，是否阅读会议材料；开会过程中是积极参与讨论，还是大部分时间都不说话？这些都因人因公司而异。例如，中国大型银行目前已经比较国际化，很多独立董事都有海外公司和银行的任职经验，知道该如何履职。部分小型地方性的银行，对董事会开会的理解还停留在照本宣科念一遍议案，然后投票的阶段。

*更多罗强先生的专访内容，请看本报告的党组织篇和董事会篇。

专访——会前提问

鲍毅(Peter Bowie)
中国远洋控股股份有限公司（现为中远海运控股股份有限公司）前独立董事，德勤中国前任首席执行官

您是如何在2011年被选为中国远洋控股股份有限公司的独立董事的呢？您当时经历了哪些审核程序？

在中国工作期间，我们曾经参加过在海南岛举办的年度博鳌论坛，在那里我认识了中国远洋的员工。后来我从德勤退休，中国远洋正好在寻找董事人选。他们认识我，当时的另一名董事也推荐了我。

审核程序非常全面。首先是需要填写大量表格，包括我的个人背景、事迹、工作经历等。我还参加了一个一至两天的培训，加深了我对公司的了解。培训的内容也相当全面，我也提前做了大量的功课。最后，我还必须参加一个由上交所举办的考试，才能获得在中国担任董事的资格。这其中包括出席三到四天的讲座和讨论，学习上交所规则，以及这些规则如何应用在上交所上市公司中。

您在加拿大和中国都曾担任过公司董事。您认为这两者之间主要的差异是什么？

其中一个主要的区别在于，在加拿大的公司中绝大多数董事都必须是独立董事，董事长也通常是独立董事。但是在中国的国有企业中，董事长是由政府任命的，而独立董事也不占多数。

另一个区别在于，在中国的国有企业中，很多董事会的内部讨论都是在会议之前进行的。比方说，如果我有任何问题，我会在董事会会议召开之前就发给公司。我从来没有遇到过类似“不行，我们不能谈论这个”这样的反馈。我们与公司的沟通一直都是公开和直接的。他们会选择合适的人，通常是部门负责人，根据讨论问题所需的时间，在会议前一天或者是会议当天早上和我进行讨论。他们会认真回答每个问题，与我进行非常全面的讨论，整个过程都很直接而且很有效果。

您是否曾经有机会在董事会会议上进行公开讨论，提出您在会前没有问过的问题？

确实发生过，不过并不常见，而且这种讨论也不会是公开的。实际情况是，董事会会议通常也会有监事会成员和许多其他相关人员在场，总人数大概有30到40人。那种场合并不利于就任何议题反复进行讨论。形式要正式得多。

我曾是董事会下属的风险委员会和战略发展委员会的成员。我们在这些委员会之中曾经有过很多非常有效的讨论，发现了很多亟需解决的问题。这点和我经历过的世界上其他地方的董事会并无不同。风险委员会的成员在风险控制方面做得非常好，对自己的工作也相当尽责。

您对于未来将要担任央企独立董事的（外籍）人士有什么建议？

我会建议他们进行全面的尽职调查，尽可能地了解该企业的结构，以及中国企业在治理方式上与加拿大、英国和美国的不同，包括政府的参与程度、执行总裁的任命和薪酬等等。还要明白有些对于国家有利的决定可能对投资者而言未必有战略意义。此外，他们还应该思考自己在企业里发挥的是什么重要作用，以及一些其他因素比如非公平交易，还有为独立审计、风险管理和战略制定提供监督和帮助等。

独立董事如何在非公平交易中有效地发挥他们的重要作用？

针对这类交易，公司通常会聘用一个独立的外部财务顾问专门对交易进行分析，与其他类似交易进行比较，并对交易进行估值等。分析过程会非常全面和深入。此时，独立董事的专业知识就会派上用场。他们要对分析的过程和使用的变量及假设进行质疑。上交所针对这个过程制定了非常明确的规则。而且，只有独立董事拥有对这类交易的投票权，而他们提出的意见也应该是以保护公司的股东为目的。

根据您的经验，中国公司董事的能力水平如何？

董事会成员中有许多专业人才。大多数董事负责经营公司的主要业务。他们在公司的任职时间很长，而且大多是长期执掌公司重要部门的领导。在我看来他们都非常聪明。

您希望见到中国的公司治理作出哪些改善？

我希望见到政府能进一步增加独立董事的数量，还有延长独立董事目前只有两届三年的任期上限。因为当你进入国有企业的董事会，你就会意识到它们都是非常复杂的企业，所以我认为将独立董事的任期延长至10年左右可能更好。这样可以给独立董事足够的时间去熟悉这类庞大而且

复杂的企业。我觉得如果中国的企业可以增加独立董事的数量、延长他们的任期并且增加信息披露，应该会对它们的治理水平有所助益。

您希望见到增加哪些方面的披露呢？

我认为可以增加关于公司的经营成果、战略的详细信息和战略履行情况的披露。投资者也期待能够看到更多有关非财务业绩指标的披露。

3.5 国有企业 vs 民营企业：异同之处

通常围绕中国国有企业和民营企业的讨论都集中在两者的区别上，包括在所有权、经营目的、业绩表现、管理风格和公司治理等方面。虽然这些差异的确存在，但是这两者之间也存在很多重要的相似之处。令人意外的是，外界其实并不认为民营企业的治理水平优于国有企业。

简介

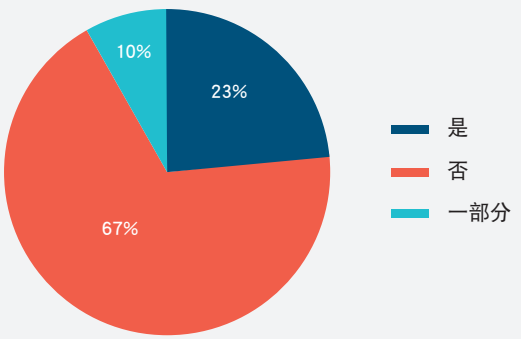
虽然中国国有企业的公司治理存在许多为人所诟病的地方，但是同时，中国资本市场中另一个显著特点是，民营企业并没有在公司治理方面享有更好的声誉。的确，民营企业在利润率、生产力、创造就业机会和债务水平等方面的表现都优于国有企业，但在公司治理方面优势却不明显。其中部分原因在于中国的民营企业有着许多东亚地区民营企业的共性：家族所有权和控制权占主导，内部人控制观念盛行，以及缺乏有效的激励机制，鼓励它们在监管规定的最低要求之上披露更多信息。事实上，在中国内地或海外上市的中国民营企业中，谈及糟糕或者有问题的公司治理，人们一下子能想到许多名字，但可以奉为典范的，人们能想到的名字却是寥寥无几。

当然，原因还不止这些。在一个像中国这样由国家主导的经济体里，民营企业也面临着与国有企业类似的风险：政治和监管上存在不确定性，市场波动大，以及公众普遍对于股东权益缺乏信任。尽管所有权结构不同，但民营企业和国有企业一样，仍然需要与政府维持良好的关系，并游走于中国受保护市场的复杂关系网之间，也需要组建党委，并按照国家要求落实相关政策。一些更为成功的大型民营企业所享受的诸多福利不亚于国有企业，例如国家补贴和进入受保护的市场。[1]此外，正如许多观察人士所指出的，“民营”和“国有”之间的界限常常十分模糊：民营上市公司的所有权登记册里经常可以见到国有企业或者国家机构的身影，而国有上市公司的股东名册里也不乏民营机构和个人。我们对Wind提供的数据分析显示，截至2018年6月，有22%的民营上市公司的主要股东直接或间接向国务院汇报，而有63%的国有上市企业的前十大股东当中有自然人股东。

上述中国国企和民企之间千丝万缕的关系也帮助解释了，为什么在我们的问卷调查中有三分之二的外国机构投资者回复，较国企而言，他们并没有更青睐于投资中国的民企。如图3.11所示，只有23%的机构投资者表示他们更倾向于投资民企。

您更愿意投资民营企业吗? 图 3.11

外国投资者对于在中国投资国有企业和民营企业的看法



资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》

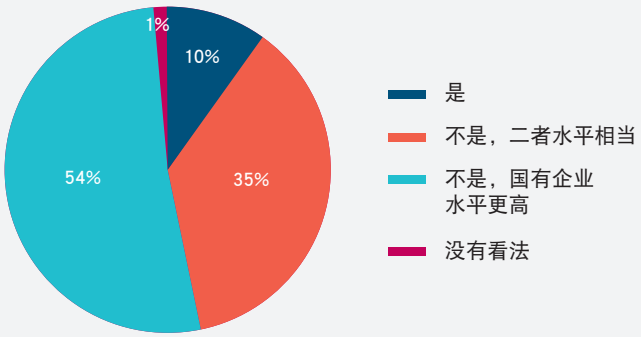
公平地说，相对于民企而言，中国的国企确实通过国家政策获得了巨大的优势，也确立了它们在石油、银行、钢铁、运输和能源等传统经济支柱产业中的主导地位。投资者想要投资中国的这些产业，除了投资国有企业之外也别无选择。通过高额股利的发放，国有企业的垄断或寡头地位为它们的投资者带来了有吸引力且稳定的投资回报。因此，虽然听起来投资国企可能不如投资民企那样令人兴奋，但相对来说，风险水平也更低。

另一个值得争论的观点是，中国国企的治理情况也比民企的更容易预测。一个奇怪的现象是，国企的所有权结构往往比民企的更加透明：可以试着对比任何一家中央企业的主要上市子公司与海南海航

集团的所有权结构，显然后者的要复杂许多。事实上，我们对中国上市公司发放的问卷调查结果显示，总体来说，中国上市公司的经营者对民营企业的公司治理水平也是持高度怀疑的。只有10%的回复者认为民营企业的公司治理好于国有企业，三分之一的回复者认为两者水平相当，超过半数的回复者认为国有企业的公司治理水平更高。

民营企业的治理水平更高吗? 图 3.12

中国上市公司对于民营企业和国有企业公司治理水平比较的看法



资料来源：《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》

相同点

国有企业的治理风险

正如本报告其他章节所强调的，国有企业中的系统性治理问题主要包括以下几个方面：

- 国家股东的利益与中小股东的利益有时并不一致，因为“国家”（政府机构）和“法人”（主要是其他国有企业）所持有的股份要远远多于流通股份。比起公司的经营绩效，控股股东常常更关心的是政治或者社会因素。
- 管理层缺乏有效的激励机制，因为他们的工作评价和任免与公司的业绩表现并不挂钩。管理层的工作评价和任免是由党员干部的体制决定的，而高管的职业升迁主要取决于上级领导的决定，其中政治因素的决定性要大于商业表现。因此，许多高管将在上市公司的职位视为自己政治生涯的“垫脚石”，他们的个人利益与公司利益无关。
- 董事会作为独立的治理机制力量相对较弱。董事会通常由非独立董事，特别是高管主导，独立董事可以发挥的作用相当有限。董事会没有选择董事长的自主权——董事长是由上级党组织任命的。董事会也不能决定首席执行官、总裁和其他高级管理人员的任免。
- 股东大会对董事会的问责能力很有限（除了确保国家作为第一大股东希望推行的政策能够合法通过）。外国股东对某些议案所投的反对票基本上对公司的发展方向和治理没有影响。针对一些敏感的议案，管理团队更会积极游说外国投资者投赞成票或者直接弃权，而不是投反对票。其中一个例子便是2017年一些在香港上市的H股公司想要修改公司章程，将党建入章的时候。

民营企业的治理风险

中国的民营企业存在许多和国有企业一样的治理问题。首当其冲就是所有权的集中。由于民营企业大多是由企业家创立的家族公司，这些企业的所有权在创立之初高度集中。虽然后来在上市的过程中，股权逐步被稀释，但2010年至2017年间，民营企业第一大股东的平均持股比例仍然很高，足以其行使对公司的完全掌控（如右表3.11所示）。更重要的是，由于第二至第五大股东

头重脚轻 表 3.11

2010年-2017年中国民营上市公司大股东的平均持股比例

年份	第一大股东平均持股比例(%)	第二至第五大股东平均持股比例之和(%)	总计 (%)
2010	35.02	21.06	56.08
2011	35.06	21.88	56.93
2012	35.56	21.38	56.94
2013	34.96	20.36	55.32
2014	34.78	20.38	55.17
2015	34.20	21.61	55.81
2016	33.14	22.53	55.67
2017	32.31	22.68	54.99

资料来源：Wind，亚洲公司治理协会研究

的平均持股比例之和在此期间略微上升，导致中小股东基本上没有可能对这些公司产生任何影响。

民营企业的另一个特点是治理系统十分薄弱，或是仅仅以满足合规为要求。2015年5月发布的《中国民营企业上市公司治理报告2014》[2]以2013年的1232家沪深两市民营企业为研究对象，发现民营企业在以下这些方面表现较好：

- 满足独立董事占董事会比例三分之一的最低要求；
- 年报中包含无保留审计意见报告；
- 很少受到监管机构的公开批评；
- 董事长和首席执行官任期稳定；
- 4个董事会专业委员会设置齐全；
- 首席执行官和董事会成员都持有公司股份。

另一方面，民营企业在以下方面表现较差：

- 董事长和首席执行官由同一人担任，没有进行区分；
- 年度股东大会的股东出席率较低；
- 监事会的角色被边缘化——这一点又由于监事的平均持股比例较低而被强化。

详细的研究结果请见下表3.12 ：

民营企业的治理情况 表 3.12

2013年沪深两市1232家民营企业的主要治理特征

公司治理实践	是	%	否	%
独立董事是否满足占比三分之一的最低监管要求?	1,231	99.92	1	0.08
年报中是否包含无保留审计意见报告?	1,197	97.16	35	2.84
没有受到公开批评?	1,193	96.83	39	3.17
董事长是否没有变更?	1,150	93.34	82	6.66
是否设齐4个董事会专业委员会?	1,142	92.69	90	7.31
首席执行官是否没有变更?	1,041	84.50	191	15.50
董事是否持有公司股份?	942	76.46	290	23.54
首席执行官是否持有公司股份?	887	72.00	345	28.00
董事长和首席执行官是否由不同人员担任?	653	53.00	579	47.00
董事是否全部出席年度股东大会?	624	50.65	608	49.35
监事是否持有公司股份?	494	40.10	738	59.90

资料来源：李亚、郝臣主编，《中国民营企业上市公司治理报告2014》

但是，从有效治理的角度来看，上述个别“正向”指标的解读也许并非那么积极。最明显的就是，满足独立董事最低占比及董事会专业委员会数量的监管要求其实意义不大，这些应该取决于公司本身的需求、规模和业务的复杂性。公司的治理水平应该随着公司的发展而不断提高。事实上，一些公司，尤其是市值较大的公司，会自发地任命更多的独立董事，而这正是亚洲大部分市场和世界上其他发达市场的一个显著特点。公司的业务越复杂，就越需要更成熟的治理结构和体系。然而，正如本报告3.2章《董事会》和3.4章《独立董事》中所提到的，大多数中国上市的国有企业和民营企业在聘请独立董事方面都只达到了监管的最低要求。

另外，较少受到监管机构的公开批评是否就代表拥有良好的公司治理，这也很值得商榷。这也许只是反映了中国企业强烈的合规心态，又或者只是监管机构的执法力度受资源所限的副产品。有趣的是，

近期的数据同样验证了这一情况：从2016年初到2017年上半年，沪深两市民营企业受到公开批评和谴责的比例仅为所有执法通告的1.9%。[3]

同时，如果公司业绩不好，需要更换新的管理层的时候，董事长和首席执行官稳定肯定也算不上公司治理良好的表现。

不同点

意料之中的是，国有企业和民营企业在公司治理方面也存在很多重大差异，包括市场对这两者治理形态的看法。

国有企业的公司治理有着很强的行政风格，业务发展受到过多的干涉，对效率也不够重视。中国共产党和政府的目标是维持对企业的控制，要求国有企业履行各种各样的社会责任，在保障社会稳定和公共安全的前提下实现利润增长。而且，中国共产党对党员干部的要求有时候比资本市场当中对高管在公司治理方面的约束（如能完全实行）还要严格。因此，国有企业始终将遵守党的规章制度和满足党的要求放在企业的商业利益之前。

政府干预

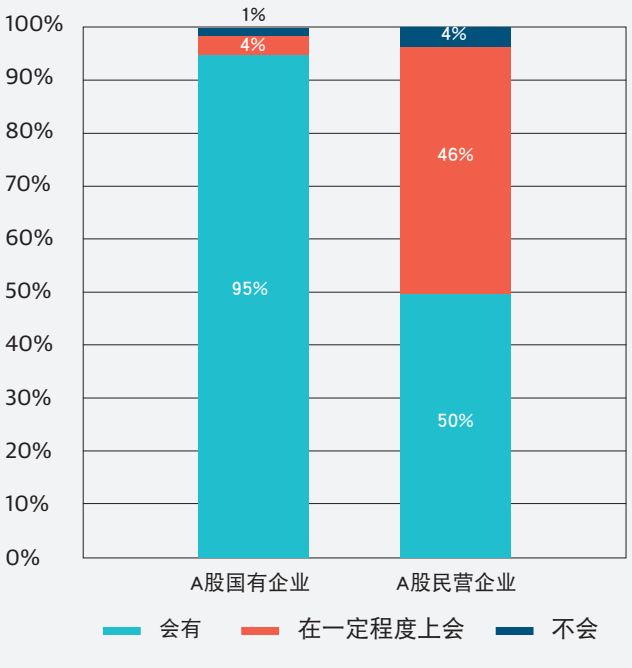
与民营上市公司相比，政府对于国有上市公司决策制定的干预究竟达到何种程度呢？如图3.13所示，几乎所有回复我们外国机构投资者调查问卷的回复者都认为国家严重干预国有企业的决策制定。这也是意料之中的。其中一位回复者答道：“鉴于市场结构和党/国家在经济发展中发挥的作用，认为政府不会以任何形式进行干预是不现实的。”在行业方面，一些战略性行业，比如电信通讯、能源、国防和金融，被认为是受干预程度最高的。

更有趣且受到更多关注的是民营企业受政府干预的程度。恰好有半数的回复者做出了肯定的回答，另有46%的回复者认为“在某种程度上”有干预。

回复者的评论有比较中性的：
“对于民营企业来说，它们大部分的业务都是以市场为主导。只要它们需要与政府在很多领域打交道，包括税收政策、购买土地、环境排放标准以及本地就业等，它们就会受到政府政策的影响。”

也有政治意味更浓的：
“民营企业需要把政府的目标纳入考量，必须明确公司的战略不会与政府的导向产生冲突。”

政府是否干涉公司的决策制定? 图 3.13
外国投资者对于中国政府干涉国有企业和私营企业决策制定的不同看法



资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》

董事长是谁重要吗?

如图3.14所示，回复我们调查问卷的绝大部分回复者认为，国有企业由谁来担任董事长对他们的投资决策过程并不十分重要，而在民营企业中则刚好相反。回复者给出的理由基本都在意料之中，主要可以归纳为：国有企业的董事长由政府任命，首要职责是落实政府政策，而且数年以后就会被调职；但是民营企业的董事长一般都是控股股东，会将主要精力集中在

公司发展上，而且通常任期很长。我们的调查结果显示回复者对两者的态度截然不同。民营企业的董事长被视为“公司发展的关键”，是“真正的决策者”；而国有企业的董事长则“影响力较弱”，或者只是个“傀儡”。

不过，并非所有回复者都认为国有企业的董事长不重要：有17%回复者认为董事长是谁很重要，还有25%的回复者认为在一定程度上很重要。正如其中一位投资者所回复的：

“在A股国有企业里，如果董事长和高管本身是股东，他们往往会拿出与绩效挂钩的薪酬方案和管理层激励计划，这能更好地将管理层与中小股东的利益结合起来。在竞争激烈的行业里，这样的公司会因为拥有更好的治理和决策制定体系而表现更出色。”

另一位也指出：

“对国有企业来说，董事长的水平往往代表政府和党对公司未来的重视程度。”

还有人认为：

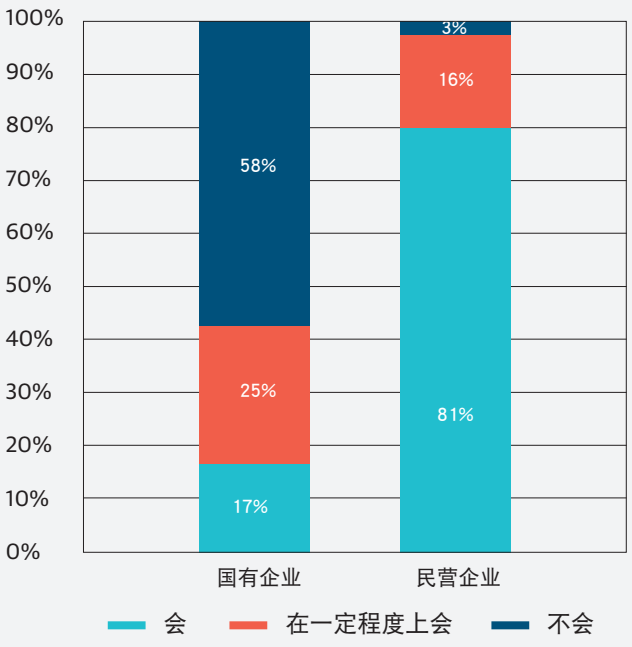
“关键领导者的身份始终是我们分析时的一个重要因素。”

值得强调的是主动投资者和被动投资者之间的区别。正如一位主动投资经理在对上述问题的回复中说的：“对于主动投资组合来说，董事长是否重要取决于我们是否能够做出一个公正的评价，而大部分时候我们不能。对于被动投资组合来说，答案是不会，我们无法将这一因素纳入投资决策的制定过程。”一位被动投资者也在其回复中认同这一观点，认为由谁来担任董事长“并不会直接影响我们的投资决策”。但是，“好的公司治理会提升公司的价值”。

还有一位回复者提醒说，虽然董事长的个人影响力会“有助于协调民营企业里面各方的利益，但这并不代表说你一定会受到保护”。

董事长是谁重要吗? 图 3.14

由谁来担任董事长一职会否影响外国投资者的投资决策?



资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》

国有企业的分类治理

中国的国有企业长期存在的一个问题就是不同业务属性的企业功能和定位不明确。一些国有企业既有“特殊目标业务”，又有商业化业务，两者界限不清。同时，行业的政策和规定也不明确，经营中更是存在大量行政介入和干预的现象。因为不同的国有企业对监管和公司治理的要求也不尽相同，所以政府决定采用不同的指标来评估企业的表现。

为了提高效率，国资委于2015年12月特别出台了《关于国企功能界定与分类的指导意见》。[4]这份文件将国有企业按照其主营业务界定为两大类——商业类和公益类。

根据指导意见，商业类国有企业应该加大公司制和股份制改革的力度，实现国有资产保值增值的目标。其中主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域的商业类国企还要兼顾社会效益

和经济效益，在改革中保持国有资本控股。商业类国企要优化资源配置，提高企业创新能力和竞争力，坚持以管资本为主，加强国有资产监管。根据不同企业的经济效益和社会效益指标要求，制定差异化考核标准，重点考核经营业绩指标、国有资产保值增值和市场竞争能力。

公益类国企的主要目标则是保障民生、服务社会、提供公共产品和服务。这类企业在股权结构上可以采取国有独资形式。在发展过程中要限定企业的主业范围，将服务大众放在首位。虽然政府可以调控价格，但企业也要积极引入市场机制，提高公共产品与服务的效率和质量，并将这两点作为监管考核的重点指标，加大信息公开力度，引入社会评价。

以此标准为依据，各地政府随后也制定了更为详细的指导意见。北京、上海、江苏、湖北、四川、河南等地都在2016年上半年出台了分类方案。这些方案以国务院的指导意见为基础，将国有企业的种类进行了进一步的细化，比如“商业一类”（纯商业类国有企业）、“商业二类”（部分文件中也称特殊功能类）和“公益类”。

以北京和上海为例。2017年1月7日，北京市政府发布实施意见，将北京市的国企分为三类：“城市公共服务类”、“特殊功能类”和“竞争类”。城市公共服务类企业以保障首都城市高效、安全的运行为首要目标。特殊功能类企业则以完成市党委和市政府赋予的重大专项任务为主要目标。而竞争类企业则以提升国有资本的效益、效率为目标。[5]

上海市于2016年12月1日发布通告，将国有企业分为三大类：“公共服务类”、“功能类”和“竞争类”，并要求公司章程体现竞争类企业的市场导向，功能类和公共服务类企业的特殊职能和定位。[6]

结论

虽然中国的国有企业和民营企业在业绩表现、企业运营和公司治理方面都存在着重大差异，但其实这两者之间的区别并不像人们所想象得那么明显。两者不仅在所有权结构上有一定程度的重合，即国家或国有企业持股民营企业，反之亦然，而且民营上市公司也面临着与国有上市公司类似的治理和政治挑战，例如控股股东占主导地位，独立董事势单力薄，在实施新的公司治理最佳实践时思维过度僵化，把合规作为唯一目的，以及必须迎合国家经济和社会政策的需求等等。正如在之前的《党组织》、《董事会》、《监事会》和《独立董事》等章节中所强调的，中国的国有企业和民营企业在自身治理水平方面都还有很大的进步空间。

尾注

1 有关该问题的讨论推荐阅读Curtis J. Milhaupt和Zheng Wentong的文章《超越所有权：国家资本主义和中国公司》，《乔治城法律评论》，2015年请参阅：http://www.law.columbia.edu/node/5344/beyond-ownership-state-capitalism-and-chinese-firm-curtis-j-milhaupt-and-wentong-zheng

2 李亚、郝臣主编，《中国民营企业上市公司治理报告2014》，北京，中国经济出版社，2015年5月，第35页

3 亚洲公司治理协会根据上海和深圳证券交易所通告统计

4 国资委，《关于国企功能界定与分类的指导意见》，国资发研究[2015]170号，2015年12月7日

5 北京市人民政府《关于改革和完善国企资产管理体制的实施意见》，京政发〔2017〕3号，2017年1月7日

6 上海市国有资产监督管理委员会《关于印发<上海市国资委出资企业公司章程管理办法>的通知》，沪国资法规〔2016〕393号，2016年12月1日

专访——如何推动国企治理改革前进

鲁桐
经济学博士，中国社会科学院世界经济与政治研究所二级研究员，公司治理研究中心主任；中国社会科学院研究生院世界经济与政治系教授、博士生导师

《国务院办公厅关于进一步完善国企法人治理结构的指导意见国办发〔2017〕36号》（以下简称36号文）于今年5月正式落地。完善现代企业制度，健全公司法人治理结构，是新一轮国企改革的重头戏之一。您认为完善国企治理面临哪些问题和阻碍?

36号文谈到了国企治理三个方面的问题：权责不清、约束不够、缺乏制衡。此外，我认为激励机制也需要完善。另一个问题是政企分开尚未完全实现。国企公司治理，不仅取决于自身的内部治理，外部环境对内部治理的影响也很大。国有资产管理体制是国企治理的重要外部环境。国有资产管理体制如何进行市场化改革、“管资本”如何落实需要进一步探讨。这是改善国企治理的前提之一，不实现国有资产管理体制改革，就不可能完成国企改革。

您对36号文的表述有何评价?

36号文的优点主要是文件中对国企改革基本原则的定义是清晰的，有关“权责对等”等新的内容强调了对责任的追究，这点相比以前是一个进步。其缺点主要包含6个方面：

1、关于股东权责

对股东会职权的表述不到位：首先，针对股东会的地位，36号文明确了股东会是公司的权力机构，但并没有说最高权力机构。36号文的表述和公司法不同——公司法规定股东会是公司的最高权力机构——这给国资委等权力机构对企业治理的干预预留了空间。其次，股东会职权不明确，公司法规定的股东会的职权在36号文中都没有全部涵盖。对国有控股公司或者混合所有制企业，36号文中涉及股东会的表述是不充分的。对非国有股东而言，股东会权责不到位将影响公司权利的分配。非国有股东对企业有投资，应该按股权投票。如果不能保护非国有股东的权利，那么混合所有制没法真正开展起来。

对国资监管机构“管资本”的权责界定不够清晰：36号文规定国资委依据法律法规、公司章程来“管资本”。但是管资本包含哪些事项以及如何实施，还需要更明确的阐述。这个阐述事关限制国有大股东的权力。国有大股东作为出资人代表，权力的边界应该明晰，应该有明确的权力清单，不能把各种手段都纳入“管资本”的范畴。当民营企业和国企进行合资时，这些也是民营企业关注的问题。

2、关于董事会运作

董事会职权的范围不明确：36号文对董事会的职责表述也不太完善。文中提及董事会的职责包括“决策把关、内部管理、防范风险、深化改革”，这些职责是否都应该属于董事会值得商榷。董事会在公司治理中的主要作用是战略指导和管理监督两大功能，具体有八大任务。这些内容作为“指导意见”应该表述清晰。此外，文中提到“董事会对企业改革发展负首要责任”，这个表述也含混不清。“改革发展”这种概念，对企业而言过于模糊，不利于实际的执行。

外部董事的选聘范围有局限性：目前国企外部董事的选聘范围主要是现职或者退休的国有企业高管。我认为这个范围可以扩大，不应局限于原有国企高管。聘用原国企高管的优点在于这些董事对企业经营比较熟悉，但缺点在于董事趋于同质化。外部董事在监督、专业互补性、资源提供、价值创造等多方面都应该有所贡献，特别是目前正在推进的混合所有制企业，需要董事更加专业化。 市场化选聘也应该是一个国企董事的选聘方式。

3、关于加强党的领导

如何加强党的领导需进一步明确：36号文较之前政策的不同之处在于强调党组织在国企治理中的地位。明确党组织作为公司治理的主体后，董事会和党组织之间的关系怎样界定、分工如何、谁领导谁、如何配合等一系列问题还有待探索。在实际操作上，很多公司对于如何将党的领导融入公司治理当中比较困惑。因为公司治理是西方的一个概念，党的领导是中国特色，如何将这一中国特色与现代公司制度相结合还需要探讨。

4、关于激励机制

管理层激励机制有待改进：关于管理层的激励，36号文提出了差异化的薪酬分配，也提出了

要探索完善长期的激励机制。但目前实际做法与此相悖。比如资产上万亿的企业，其高管的年薪设限是60万。这一标准还是沿袭国有企业领导人行政化的做法，而没有把他们看作企业家。

5、关于经营管理人员的选聘

董事会选聘经营管理人员与党管干部的标准如何统一：36号文提出“积极探索党管干部原则与董事会选聘经营管理人员有机结合的途径和方法”。这一探索有积极意义。

6、关于监督机制

国外企业在落实责任监督方面的实践经验值得借鉴：国外企业在落实责任监督方面，一个好的做法就是增加透明度。36号文中提到了“建立规范透明的重大事项信息公开和对外披露制度”。我认为，要切实落实这项内容，国企必须向全国人大、两会进行报告，公开企业经营信息。这样广大群众对国企经营进行监督，也有利于维护普通公民对国有企业的知情权。

您认为36号文能否对完善国企治理带来强有力的推动作用?

36号文的影响范围、实施效果可能会存在一定的局限性。36号文的适用范围不是所有国企，金融领域、文化领域的企业都不包括在内。此外，36号文中很多细节值得探讨。如果文件本身存在很多缺陷、表述模糊，那么企业就不知道如何去实践。

您认为上市公司的公司治理存在哪些突出问题?

从规范来说，上市公司的治理比过去有些进步。从运作的实质来看，国有和民营不太一样。共性来说，主要有两个问题：一是大股东对公司的控制权力过大，不利于对中小股东和利益相关者的保护。如何约束与规范大股东的权力是需要解决的重要问题。在公司中，大股东的利益应该受到保障，但其权利与利益保护应该在一定授权范围内实施。民营企业和国企股权高度集中，优点是大股东会对企业运营有明显的监督，缺点是大股东在公司中权力过大，其意志在很大程度上影响董事会的决策。在新修订的《G20/0ECD公司治理原则（2015）》中，已重点关注对于大股东的约束，中国在最近修订公司治理原则时，就公司治理中大股东的约束问题提出了一些建议。二是董事会专业性和独立性不足，大部分董事会的作用只是程序性地进行开会，对公司事务进行审批，且董事会在具体决策中，决策结果受董事长影响较大。

上市公司独董的选任存在哪些问题?

独董的专业性和独立性还有待提高。具体表现在，上市公司选聘独董并发独董津贴，由于选聘为公司自主完成，董事长在选聘决策中拥有较大的影响力。如果独立董事的聘任和独董津贴的发放由上市公司协会主导，将有益于提高独立董事的独立性和专业性。希望相关部门考虑这一建议。

应该采取哪些措施保障独董的独立性和专业性?

有两个方面建议：一是对独董的选聘应采用双轨道方式，不应完全剥夺公司整体的偏好与意见，应允许公司按意愿选择聘任技术专家或对公司运营有帮助的人。二是应该有一个独董协会或者上市公司协会建立独董资料库，由协会抽取独董，并向公司推荐聘用，保障公司独董的独立性。

专访——私营企业的治理并不比国有企业好

任美贞(Shirley Yam)
REDDintelligence高级编辑、专栏作家

您如何看待中国近期的国企改革?

中国联通的混合所有制改革就很具有代表性。它的股东之一是一家新成立的公司叫做中国国有企业结构调整基金。该基金成立于2016年9月，共筹集资金3500亿元人民币（约合530亿美元）。该基金的股东均为大型国企，其中牵头的中国诚通是一家未上市的央企，是由原国家物资部直属的物资流通企业合并组建而成的国有资产管理者。此外，中国联通的新股东当中还不乏其他的国企和私企。所以，虽然中央宣称放弃了对联通的绝对控股权，但其实只是右手倒左手而已。国家仍然持有联通53%的股份，虽然也有一些私营企业加入，但是相对来说，它们持股很少。

如果将中国联通作为未来国企改革的标杆，那么可以预见的是，地方国企的改革也将会效仿同样的做法。所以，如果认为通过这种混合所有制改革可以带来新思维，新引入的非国有资本能够改善国企的监管现状和改变国企运营方式，那这种设想无疑会落空。其实真正的问题是，无论套用什么样的名目，我们怎么能够期待左手的经营方式会和右手有区别呢?

一个真正算得上混合所有制改革的案例是云南白药集团。2017年4月，国家不仅将对该企业的绝对控股权受让给了一位民营企业家，还改变了公司的治理方式。集团总经理甚至放弃了他的公务员身份，成为了一位职业经理人。云南白药集团为深圳交易所的上市公司，由云南省国资委和民营企业新华都集团各持一半股份。

近期中央不断加强党委在中国公司中的作用，您对此有何看法?

我很惊讶香港和美国的监管机构对此竟然沉默不语。而且我也没有看到多少中国上市公司的股东或者独立董事对此表示异议。另一个让我觉得震惊的事实是，尽管中国很多上市公司的党委已经被赋予了最高决策权，但是这些委员会却基本上没有做任何的披露或者受到监管控制。我曾经去函询问了15家在香港上市的中国内地公司，请求他们提供党委成员的信息，但是没有收到任何回应。如果连最基本的党委成员身份信息披露都做不到，我无法相信这种改变是合理的，毕竟党委与公司管理层不管是在人员组成还是在职责分配上都有很多重复的地方。

我也无法认同有些人说的，毕竟党委已经存在几十年了，所以这不算是什么重大的改变。有些中国公司已经表示将增加数千名党员员工，并且会在公司各层级设置党委。比如，国药控股就是首批响应加强“党建”号召的国企之一，目前该集团总共已经拥有数以百计的党委。

党的主导地位其实是政治现实。但是，难道党员不应该与董事和高管一样，受到相同规则的约束吗？既然香港的监管机构要求董事会和监事会成员签署保证书，承诺遵守上市规则和其他规定，那为什么党委成员就可以免去这项程序？一些央企还制定了具体的公司规定和指导方针，用来规范董事和高管的行为，例如如何处理内幕信息等，那么这些公司的党委成员是否也同样会受到这些政策的约束，还是他们只需要遵守党纪党规即可？如果党委成员也需要遵守公司规定，那将是中国国企改革的一大进步，但是这又会造成政治不正确。

如果针对中国上市公司的党委有强制性的披露要求，包括成员的身份、具体责任以及明确的工作职责，那么也许中国这项重大的政策改变还是会带来一些进步。

接下来要看的是那些更为商业化的国有企业，比如总部位于北京的中信集团，将如何把党委引入其香港子公司中国中信股份有限公司（中信股份）的公司章程中。中信集团是中国市场化程度最高的国企之一。但是，2016年2月，该集团曾被中纪委点名批评，指其在业务发展中缺乏政治关注。不过自从2014年中信集团将其大部分资产注入在香港成立并上市的子公司中信股份之后，实际上已经变成了一家香港公司。由于香港公司法规定，股东大会是公司决策制定的最高权力机构，而且其中也没有关于党委的条款，所以显然中信股份在这个问题上是遇到了挑战。截至目前为止，还没有其他在香港成立的“红筹股”公司已经完成了党建入章。

您认为A股和H股公司的财务报告质量有什么明显的差异吗？报告质量在过去几年是否有所改善？

这里的根本问题在于，如果一家公司对其账簿做了手脚，只要公司的董事和管理人员离开了香港，香港的执法机构就对他们束手无策。如果董事不会因为公司的财务报告质量糟糕甚至造假而被追究责任，那么他们又有什么动机来做出改进呢？

另一个令人生畏的事实是，虽然从表面上来看，大多数在香港上市的内地企业仍然聘请四大会计师事务所来为他们提供审计服务。但实际的情况是，自2015年中国财政部出台了一项以扶持本地事务所为目的的新政以后，香港会计师就不能继续在内地开展审计工作了。香港四大的会计师只能签署由他们在内地的合伙人准备的文件，但是却很难获得其工作的底稿。换句话说，这些香港上市公司的财务报告质量其实是由内地事务所决定的，而中国内地的会计行业仍然深受其“自食其力”的薪酬体制所困扰。对这个问题最好的例证就是内地排名最靠前的两家会计师事务所，立信和瑞华，前不久才因为未能识别财务欺诈行为而受到了停业处罚，但最终也是不了了之。瑞华在停业两个月后就恢复了营业，尽管财政部的几份报告都显示其在很多方面仍然未能达标。

中国的国有企业和私营企业在公司治理上主要存在哪些差异？

我不认为私营企业的治理比国有企业的要好。对于私营企业来说，我看不到控股股东有任何动机来提高他们公司的治理水平，因为在大多数情况下，它们的股价和治理水平毫无关系。试问一个企业家有什么理由要聘请一个真正的独立董事来挑战自己在董事会的权威？当然董事们对自己的定位也都非常了解。

总的来说，我认为这还是与董事会成员不需要为公司所犯下的错误负责息息相关。在最坏的情况下，董事会成员面临的也无非是被点名批评，但是他们完全可以换一家公司去继续做董事。有很多欺诈前科累累的公司的董事都是这样做的。

相比之下，国家反而有动机任命能力更强的人来担任国有企业的独立董事，以监督和制衡企业的管理层。国家还会为独立董事安排各种各样的培训。不过一旦国家想要推行某项政策或者让某项提名通过的时候，这种制衡就未必会起作用了。比方说，在这几年发生的任何一起大型国有企业的合并案例中，我们可曾看到过相关的可行性研究或协同效应分析吗？

当然，我承认确实有些私营企业的公司治理水平比国有企业的要好，但它们只是少数。

3.6 审计委员会和审计

中国在审计委员会和审计工作（包括内部审计和外部审计）方面都颁布了大量的规定和指导文件，但是企业的实践和信息披露的质量却远远低于预期。随着MSCI明晟自2018年6月起将中国的A股纳入旗下的新兴市场指数，以及国际上新式审计报告准则的兴起，中国公司在提升审计质量方面面临着越来越大的压力。那么，中国的上市公司和会计师事务所应该如何应对呢？

简介

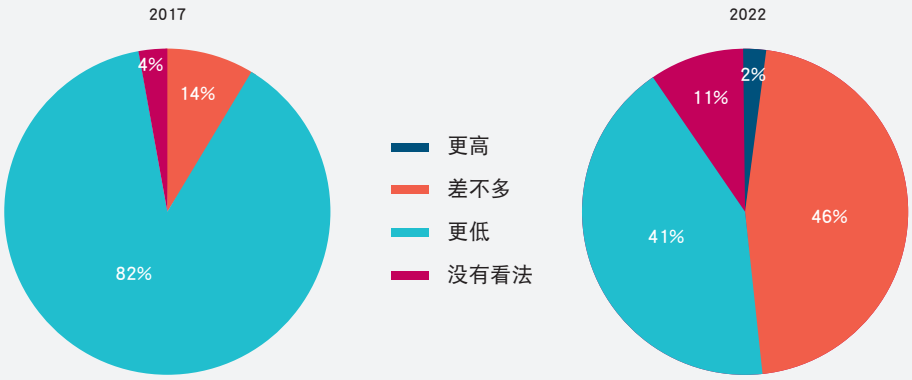
在过去的十多年里，中国的证券交易所和金融监管机构发布了多项法规和指引意见，旨在提高上市公司的信息披露水平和审计质量。自2015年以来，沪深交易所还发布了一系列的行业信息披露指引，希望通过关键绩效指标，进一步改善上市公司的披露水平。虽然也有一些领先的中国公司在报表中披露了许多有用的信息，但总体来说，中国上市公司的财务报表仍然存在各种问题，包括样板式的报告内容，对财务信息解释不足，以及普遍缺少英文披露等。我们与中国上市公司的投资者会面时，常常听到他们抱怨很难从公司的年报中找到有用的信息。在我们的对话中，“形式大于实质”这种说法经常出现。一些外国投资者不得不依赖第三方翻译工具，比如谷歌翻译，来阅读公司的年报，就连一些大型国企的年报亦是如此。另外，中文和英文版本的报告之间内容不一致的情况也不胜枚举。

我们对外国机构投资者进行的问卷调查结果也反映出了这些问题。意料之中的，有82%的回复者表示，他们认为A股公司的报告和披露质量要劣于亚太地区发达市场的水平，如下图3.15所示。

相比之下，当被问及预期5年之后就同一问题的看法时，回答“更低”的回复者比例从82%下降到了41%，而选择“差不多”的回复者比例则从14%上升到了46%。还有一小部分人认为，届时A股公司的报告质量会高于亚太地区发达市场的水平。换句话说，尽管外国的机构投资者总体上对中国目前的信息披露质量不满意，但他们普遍对未来持乐观态度，认为情况会得到改善。

中国企业报告评级 图 3.15

相较于亚太地区的发达市场（澳大利亚、香港、日本和新加坡），外国机构投资者如何评价中国A股公司在企业报告和披露（财务、公司治理和ESG）方面的质量？2017年和2022年



资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》

然而，想要提高信息披露质量，需要做的不仅仅是在年度和中期报告中添加更加详细的财务信息和叙述性文字，或者作更多的英文披露。这一过程的关键取决于参与报告和会计、审计过程的三个群体所发挥的作用：审计委员会、内部审计人员和外部审计人员。本章分别讨论了与这三者相关的法律法规、政策和职责，以及中国市场目前的实践情况，总结了这三者面临的主要挑战，并在结尾提供了一系列建议。

审计委员会

监管依据

中国的公司法中并没有提及审计委员会。不过，2002年颁布的《上市公司治理准则》中引入了软规则，鼓励公司在股东大会上通过决议后设立审计委员会。准则规定，审计委员会中独立董事应占多数并担任召集人，至少应有一名独立董事是会计专业人士。[1]另一方面，根据国资委2004年发布的管理办法，国有控股企业和国有独资企业需要在董事会下设立独立的审计委员会。委员会的成员应是熟悉企业财务、会计和审计等方面专业知识并具备相应业务能力的董事，其中主任委员应当由外部董事担任。[2]

2008年，财政部、国家审计署、证监会、银监会和保监会联合发布的《企业内部控制基本规范》中也提到了审计委员会。该规范指出，大中型企业应当在董事会下设立审计委员会。审计委员会负责监督和评估内部控制，协调内部控制审计及其他相关事宜等。规范还表示，审计委员会负责人应当具备“相应的独立性、良好的职业操守和专业胜任能力”。[3]

中国各个监管部门发布的与审计委员会相关的文件总数超过15份

2013年12月，上交所发布了《上海证券交易所上市公司董事会审计委员会运作指引》。该文件对审计委员会的组成和运作相较2002年版的《上市公司治理准则》提供了更具体的指导。例如，除了规定召集人和多数成员都应是独立董事以外，它还要求审计委员会至少有3名成员，召集人应具备专业知识和商业经验，并且委员会每年至少要举行四次定期会议，每次会议至少有三分之二的委员出席，并说明成员在缺席的情况下如何委托其他委员代理投票。该指引还授权委员会在必要时邀请其他人士参加会议，要求所有会议记录都必须经过与会人员签字、存档。此外，委员会的人员情况，包括人员的构成、专业背景和五年内从业经历都需要披露。[4]但该指引并没有强制要求在上交所上市的公司设立审计委员会。[5]

同样地，深交所在2015年发布了《深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引》，以及分别针对中小企业和创业板的指引。这些文件对审计委员会的组成和专业性提出了与上交所指引类似的要求。[6]不过，值得一提的是，虽然文件建议主板上市公司“可以”设立审计委员会，但对中小企业和创业板公司要求则是“应当”设立审计委员会。

这就意味着，中国一直到3年前才对深交所两个非主板的上市公司提出设立审计委员会的强制要求。这一状况在2018年发生了变化。2018年4月，沪深交易所同时修订《股票上市规则》，要求所有上市公司都应当设立审计委员会。同年6月，证监会也在其《上市公司治理准则》修订意见稿中作出相同规定。

相比之下，监管机构针对银行设立审计委员会的规则一直更为严格。2005年，银监会发布了一份名为《股份制商业银行公司治理指引》的文件，文件中规定股份制商业银行应当在监事会下设立审计委员会。2013年，银监会又发布了《商业银行公司治理指引》，并在2016年发布了新版的《商业银行内部审计指引》（2007年首次印发）。虽然对审计委员会的组成和专业性要求与上文提到的针对上市公司的指导意见没有太大差别，但是银监会要求每个审计委员会的召集人每年至少在银行工作25个工作日。[7]在内部审计方面，银监会则要求管理层定期向审计委员会汇报，并任命一名“总审计师”或“首席审计官”，负责商业银行审计委员会的运作。[8]

同样，2015年，保监会也制定了具体规定，要求保险公司设立审计委员会。委员会成员由不少于3名不在管理层任职的董事组成。保监会还要求保险机构设立审计责任人职位，并规定审计委员会应至少

每季度听取一次审计责任人的工作报告。[9]此外，证监会还规定，证券公司经营证券经纪业务、证券资产管理业务、融资融券业务和证券承销与保荐业务中两种以上业务的，其董事会应当设立审计委员会。委员会中独立董事的人数不得少于1/2，并且至少有1名独立董事从事会计行业5年以上。[10]

中国各个监管部门发布的审计委员会相关文件总共在15份以上。

“公司认为更多的披露意味着更多的风险”

一位中国会计行业的资深专家就企业报告的现状发表了以下评论：

“中国是一个巨大的市场，因此监管机构必须创建一个模板来帮助企业总结信息，并确保它们可以按照要求披露信息。至于（对财务信息的）叙述性描述，一般公认会计原则(GAAP)给出了最低要求，而公司只会按照最低要求执行。这就是为什么我们的信息披露如此之少的原因。公司一般都认为，它们披露的越多，就会给自己带来越大的风险，而且披露更多的信息又不能带来任何短期的利益。这也是公司选择不在监管要求之上披露更多信息的另一个原因。但是，多年以来，我们一直在对公司解释，如果它们披露的内容可以超过监管的最低要求，向投资者提供更多有价值的信息，这最终会对公司的股价产生正面的影响。可惜我觉得中国的公司始终没有想通这一点。

“另外，由于英文和中文在表达方式上的差异，有些公司也没能很好地理解国际财务报告准则(IFRS)。在英文中，如果准则说‘强烈建议您这样做’，这其实仍是自愿的，但在中文的语境中就意味着您必须这样做。但一些公司还是没有理解。在没有清晰的责任界定的情况下，人们如果看不到短期利益，就不会去做很多事。话虽如此，还是有一些例外，比如华为就为了树立其在市场当中良好的企业形象，一直积极披露监管要求以外的信息。不过这种情况并不多见。这就是为什么有种说法是，不管其他中国公司如何标榜自己，只有华为才称得上是中国唯一一家真正的国际公司了。”

职责

根据2002年发布的初版《上市公司治理准则》，审计委员会的主要职责是：[11]

- 提议聘请或更换外部审计机构；
- 监督公司的内部审计制度及其实施；
- 负责内部审计与外部审计之间的沟通；
- 审核公司的财务信息及其披露；
- 审查公司的内控制度。

上交所在2006年和2013年发布的《上市公司内部控制指引》[12]和《审计委员会运作指引》[13]中提出了更详细的要求。具体来说，审计委员会应该：

- 监督和评估外部审计机构的工作，包括由其提供的所有非审计服务；
- 监督和指导内部审计人员的工作和相关内部审计政策及其实施；
- 批准外部审计机构和内部审计人员的任命和更换；
- 提供有关财务信息披露的独立观点；
- 协调内外部审计人员和董事会的工作；
- 确保内部控制系统充分有效地运行；
- 如果公司没有设立单独的风险管理部门或委员会，审计委员会还要负责监督风险管理系统，以确保所有风险都得到了控制和处理。

实践

根据亚洲公司治理协会对2012年至2016年所有沪深交易所上市公司的分析，尽管不是强制要求，但几乎所有沪市公司和约90%的深市公司都成立了审计委员会。Wind的数据显示，截至2018年6月，沪深交易所上市公司的审计委员会平均拥有约3个成员，而且在大约97%的情况下，委员会的大多数成员和召集人都是独立董事。

这是否意味着审计委员会在中国运行良好？未必。股权集中和内部人控制现象仍然是一个严重的障碍。此外，尽管审计委员会可能主要由独立董事组成，但他们还是会受到第3.4章《独立董事：形式与本质》中讨论的各种问题的影响。事实上，给人的感觉恰恰是，正是审计委员会的广泛设立使得监管机构和其他利益相关者对它们不以为然。许多公司年报中有关审计委员会部分的样板式披露正反映了这一点。比方说，2016年在深圳主板上市的公司中，只有约43%的公司披露了其审计委员会在当年召开会议的次数。另一方面，虽然在上交所上市的大多数公司都披露了审计委员会召开会议的次数，但除此之外，它们也没有提供更多有关的信息。

正如北京大学IMBA项目特邀教授兼联合主任鲍大雷(Paul Gillis)在访谈中对我们所说的：“亚洲公司中审计委员会的主要问题在于，它们通常是管理层或控股股东的傀儡，虽然在形式上是独立的，但实质上却并非如此。委员会只是走个过场，最终往往是向首席财务官和管理层汇报。中国的董事会也很少有真正独立的。董事会几乎不太可能与管理层对抗，这是一个普遍的问题。中国的审计委员会只会听令行事。”

样板式披露

为了对中国公司有关审计委员会的样板式披露进行归纳，我们回顾了2017年按市值排名前50的中国上市公司（双重上市的除外）的年报，发现了如下模式：

审计委员会报告通常包括什么：

- 委员会的构成，包括成员人数；
- 委员会成员的姓名和简介；
- 委员会的正式职责（职权范围）；
- 报告期内委员会召开的会议次数；
- 讨论的主题和通过的决议，但没有详细说明；
- 有关委员会“勤勉尽责”的声明。

投资者想要知道什么：

- 成员出席会议的统计情况；
- 报告期内在没有管理层在场的情况下举行了多少次会议；
- 有关每次会议讨论的主题和最终达成的结论的具体描述；
- 委员会的首要任务及其形成原因；
- 报告期内委员会开展的一切其他活动；
- 所有引起委员会成员注意的重大事项，以及它们是如何得到解决的；
- 委员会如何审查风险管理和内部控制系统；
- 委员会如何审查内部审计结果；
- 委员会如何审查外部审计工作并与审计师沟通，包括监督所有已完成的非审计工作；
- 董事会是否评估了委员会的表现。

在上述提到的50家公司中，只有28家（占比56%）在其年报或者审计委员会履职报告中披露了有关审计委员会的有用信息。

内部审计

监管依据

中国的《会计法》要求所有公司建立一个内部会计监督系统，并制定一个明确的内部审计流程。[14] 2008年至2010年间，财政部、国家审计署、证监会、银监会和保监会还联合发布了多项有关内部审计人员独立性和工作范围的规范和指导意见。[15] [16]

对于上市公司，证监会要求它们建立内部审计制度。[17]深交所在针对主板和中小板公司发布的一项指引中，进一步细化了对上市公司内部审计流程的具体要求。该指引还特别规定，为了保持内部审计部门的独立性，该部门不得置于财务部门的领导之下，或与财务部门合署办公。[18]

银监会在其指引中则要求商业银行建立独立垂直的内部审计体系。银监会明确规定，董事会对内部审计的独立性和有效性承担最终责任。它还指出，商业银行的内部审计人员原则上不得少于员工总数的1%。对于任命总审计师的银行，总审计师和内部审计部门应当定期向董事会及其审计委员会和监事会报告工作，并通报高级管理层。[19] [20]

保监会向保险机构发布的指引当中也包括了类似规定。保监会还要求每家保险公司应配备至少3名专职内部审计人员，数量不得低于员工人数的5‰（但这一比例可适当放宽至4‰）。保监会还要求，拥有专业执照或者资格的人员应不低于专职内部审计人员的35%。[21] [22]

总之，所有的规则和规定都要求内部审计人员必须独立，而且拥有足够的权限和资格来完成工作，尽管中国不同的监管机构为实现这些目标所设定的标准略有不同。

职责

在深交所发布的主板上市公司指引中，内部审计部门的主要职责被定义为：[23]

1. 对公司各内部机构、控股子公司以及具有重大影响的参股公司的内部控制制度的完整性、合理性及其实施的有效性进行检查和评估；
2. 对公司各内部机构、控股子公司以及具有重大影响的参股公司的会计资料及其他有关经济资料，以及所反映的财务收支及有关的经济活动的合法性、合规性、真实性和完整性进行审计；
3. 协助建立健全反舞弊机制，确定反舞弊的重点领域、关键环节和主要内容，并在内部审计过程中合理关注和检查可能存在的舞弊行为；
4. 至少每季度向董事会或者专门委员会报告一次，内容包括但不限于内部审计计划的执行情况以及内部审计工作中发现的问题。

保监会在其2015年发布的《保险机构内部审计工作规范》中，对内部审计的职责也给出了类似的定义。简言之，内部审计部门应负责：对公司内部所有的业务活动进行审计，包括风险管理和内部控制机制，以确保系统没有重大纰漏；确保公司及其附属机构披露的所有信息，不仅是财务信息，向外部的利益相关者反映了公司的真实情况，并符合所有法律法规；向审计委员会、董事会甚至在必要时向监事会作定期报告。

总而言之，一个有效的内部审计系统可以成为审计委员会成员了解公司真实表现和运营情况的良好渠道，而且也可能是唯一渠道。在与审计委员会的协作之下，内部审计部门负责评估公司内部的潜在风险，并帮助确保风险控制系统中的所有缺陷都得到妥善解决，尤其是当公司没有设立风险管理委员会的时候。

实践

不出所料，中国公司内部审计的实践情况，都多少没有达到上述各项指引中所设定的高标准。这在一定程度上是由于大多数内部审计相关规则其实并没有得到有效的落实。我们的研究发现，上市公司通常要么是没有设立内部审计部门，要么是将此职能外包给了外部机构。而外包的问题在于外部机构的员工可能无法像将公司的成功与自身的利益绑定在一起的内部员工那样来完成如此重要的工作。

我们的观察与2015年一项针对2635家A股公司进行的研究[24]结果一致。这项研究发现，截至2014年底，只有221家公司（占比8.39%）披露了它们的内部审计政策。这221家公司中，约有37%的公司将内部审计的职能外包给了外部机构，而只有约36%的公司的内部审计部门直接向审计委员会汇报。如右表3.13所示，大多数公司的内部审计部门都是向董事会或首席执行官汇报，而非审计委员会。

内部审计部门向谁报告? 表 3.13

内部审计政策和实践的披露情况（2014年末）

	公司数量	公司百分比（%）
董事会	57	25.79
首席执行官	85	38.46
审计委员会	79	35.75
总计	221	100

资料来源：《中国内部审计》[25]

第二个问题是，许多公司的内部员工，有时甚至是管理层，都误解了内部审计的职能。我们交流过的许多中国上市公司的员工都认为内部审计只是外部审计在公司内的翻版。更糟糕的是，一些员工甚至将公司的内部审计人员视为工作的“敌人”，因此拒绝向他们提供信息或与之合作。这种情况造成的信息不对称常常使这些公司的内部审计人员陷入困境。

一个更大的风险是，中国的许多公司，甚至包括一些上市公司，都没有明确的内部审计政策，即使有，自发布以来也从未更新过。内部审计人员经常觉得没有适当的政策流程可以参考，因为有太多不成文的规定。

同时，由于许多中国公司的公司治理机制尚未完善，内部审计部门的独立性也无法得到保证。在许多案例中，内部审计人员与财务部门一起工作或直接向管理层汇报。即使是直接向审计委员会、董事会或监事会报告的内部审计人员，如果没有真正独立并称职的董事或监事，他们的工作成果也不会予以采纳。更糟糕的情况是，一些内部审计人员将这一职位视为日后进入管理层的一个跳板，因此也不愿过多地质疑管理层。

最后，但也是最重要的，中国的内部审计人员正面临着责任和权利之间的严重不对等。如上所述，内部审计人员的责任不仅广泛而且重大。内部审计真正的价值是发现公司在运作当中存在的缺陷，并就此对管理层提出有用的建议，以改善公司的长期表现。为了实现这一价值，内部审计人员需要在公司内部拥有一定程度的权限，以便他们开展调查工作。但是在中国，很少有内部审计人员拥有足够的权限来完成他们被赋予的任务。

外部审计

监管依据

中国的公司法和会计法都要求公司聘请外部审计机构来审计年度财务报表。聘请和更换会计师事务所的决定需要在股东大会或董事会会议上批准通过。[26] [27]对于上市公司来说，外部审计机构的聘用和审计费用都必须在年度股东大会上披露和决定。[28]

银监会要求商业银行外聘审计机构进行财务审计，对商业银行的公司治理、内部控制及经营管理状况进行定期评估。相关审计报告和管理建议书应及时报送银行业监管机构。[29]保监会要求保险公司的董事会对审计人员的审计意见向年度股东大会作出说明。如果是上市公司，还要在经审核的年度账目中披露该意见。保险公司还必须在其章程中就聘用和解聘会计师事务所的程序等相关内容作出规定，其中，

公司聘用会计师事务所及其报酬事项应由股东大会决定，并须在公司章程中载明。[30]

为了保证外部审计工作的独立性，政府规定要求会计师事务所和签字注册会计师根据不同的规则进行轮换。一般来说，上市公司必须每5年更换一次签字注册会计师。[31]对于央企来说，会计师事务所应当连续承担不少于2年的企业年度财务决算审计业务，但不应连续超过5年[32]。如果获得国资委的批准，则可以将审计机构的服务期限延长至8年或10年。在这种情况下，审计团队已经连续服务公司5年的，必须进行更换。[33]

对于直接受财政部管辖的金融企业，会计师事务所的最长服务期限也是5年，但在极少数的情况下可以延长至8年。[34]对于直接受银监会管辖的金融机构来说，这方面的要求稍微宽松一些——只有签署审计报告的审计师需要每5年进行更换。不过，这些金融机构不宜委托同一家外审机构提供咨询服务。[35]

近年来，国际审计领域发生了重大变革，开始盛行一种新式审计报告，对中国产生了重大影响。2015年1月，总部位于纽约的国际审计与鉴证准则理事会(IAASB)作为审计行业的最高准则制定机构，发布了经过修订的审计报告准则。该准则要求审计师在报告中披露“关键审计事项”(KAM)，以增强对投资者的信息披露，强化审计师的问责机制。关键审计事项是指在审计过程中需要审计师特别留意，而且根据审计师的专业判断，对本期财务报表最具影响力的重要事项。审计师在其报告中必须解释针对这些事项的审计流程。

在国际上，IAASB新推出的这项准则适用于会计期间截止日为2016年12月15日及之后的财务报表审计工作，而且亚洲大多数的发达市场都已开始实行新的准则。2016年12月，中国财政部宣布中国的上市公司将开始分阶段采用新式的报告格式：自2017年1月1日起适用于A+H股公司；自2018年1月1日起适用于所有其他上市公司，包括新股发行公司。[36]继财政部之后，中国注册会计师协会和中国证监会也发布了类似的公告来为这项改革背书。

职责

除了审计财务报表和发表审计意见之外，中国的外部审计师的职责还包括监督企业的内部控制和风险管理系统，并且在对这两个系统的有效性产生怀疑的时候及时与董事会、监事会或审计委员会进行沟通。[37] [38]现在，随着新式审计报告的改革，中国的外部审计师也需要在报告中披露关键审计事项。

实践

如上所述，鉴于审计委员会和内部审计在中国实际运作中的种种缺陷，外部审计可以说是让投资者对中国公司披露的财务信息有信心的终级保障，在很多情况下也是唯一的保障。与21世纪初中国的审计市场基本由四大会计师事务所掌控的情况不同，如今中国本土事务所占有的市场份额已经不容小觑（见表3.14和图3.16）。这一点在中国注册会计师协会发布的年度会计师事务所综合评价排名中也有所反映。2017年年初发布的最新的2016年排名结果显示，跻身前四位的就有总部位于北京的本土会计师事务所瑞华，排名第二；另外还有在中国起家的立信会计师事务所（现在已经发展成为国际所），排名第四。[39]立信会计师事务所的历史可以追溯到1927年，由中国会计行业的开拓者潘序伦博士于上海创建。

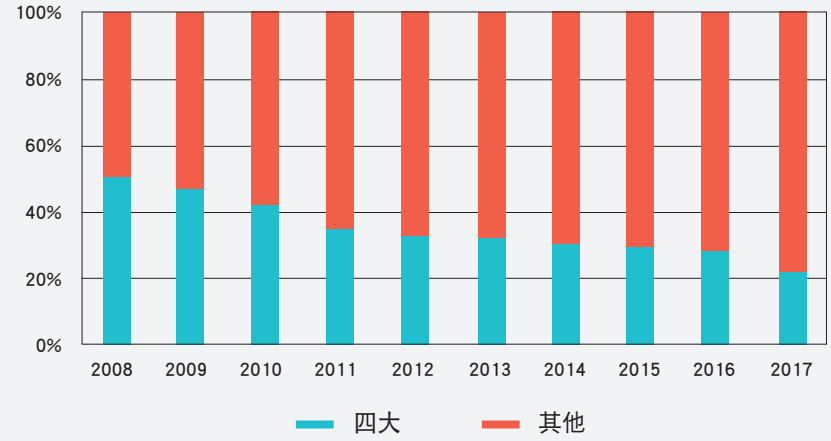
中国前十大会计师事务所 表 3.14
2016年

1	普华永道中天会计师事务所
2	瑞华会计师事务所
3	德勤华永会计师事务所
4	立信会计师事务所
5	安永华明会计师事务所
6	毕马威华振会计师事务所
7	天健会计师事务所
8	信永中和会计师事务所
9	天职国际会计师事务所
10	大华会计师事务所

资料来源：中国注册会计师协会

中国百强会计师事务所总收入 图 3.16

四大会计师事务所和其他会计师事务所收入占比，2008-2017年



资料来源：中国注册会计师协会

一个不祥之兆是，2017年初，瑞华和立信两家会计师事务所都接到财政部禁令，勒令暂停承接上市公司审计业务两个月。理由是这两家事务所都在两年内吃了两张罚单，由此触发了停业处罚。此外，2018年6月12日，证监会宣布已停止受理来自6家会计师事务所的首发和再融资材料，包括立信、瑞华、大华、众华、兴华和致同。起因是这些机构或其相关人士涉嫌违法违规被证监会及其派出机构立案调查，或者被司法机关侦查，尚未结案。[40]

在中国市场当中，四大会计师事务所通常为A+H股公司或是在海外上市的中国公司提供审计服务，而国内所则主要服务A股公司。出于国家安全考虑，一些大型A股公司的审计业务只能交由国内所负责。考虑到在“一带一路”的倡议下越来越多的A股公司将踏出国门，开展海外业务，加上从2018年6月起，随着234家A股公司被纳入MSCI明晟新兴市场指数，会有更多的外国投资者前来中国投资，国内所在提高审计服务质量上也将面临越来越大的压力。

从理论上讲，聘请和解聘外部审计机构的权利掌握在股东手中，股东也是审计人员的最终服务对象。但在实践中，这一决定仍主要掌握在管理层或控股股东手中。再加上股东积极参与管理的风尚在中国尚未盛行，大多数外部审计师在实践中仍主要是对企业客户和监管机构负责，而不是对股东负责。

至于关键审计事项，许多人都抱持怀疑态度。正如一位审计师在谈到A+H股公司的新式审计报告时所说的：“这些公司在审计报告中披露的关键审计事项，不过是在财报脚注中已经披露的内容。所以，到目前为止我们看到的关键审计事项大多只是复述已经显而易见的事实。公司的思维并没有改变，仍不愿意在监管要求之上披露更多的信息。”

挑战

管理层提供的信息质量参差不齐

尽管公司法明文规定公司应当向外部审计人员提供真实公允的信息，而且不能拒绝审计人员提供文件的要求[41]，但是事实上，审计人员常常为了获得完成审计工作所必需的文件而不得不与管理层进行协商。另外，我们还获悉，在某些情况下，审计人员不得不帮助公司准备财务决算表，因为有些客户不具备完成这项工作所需的会计专业知识和系统。这些抱怨不仅是针对客户缺少计算资产公允价值或是应用新的IFRS会计准则等所要用到的高级会计专业知识——就连最基本的簿记技能都十分欠缺。这会造成严重的利益冲突，而且可能大大降低事务所之后提供的审计服务质量。

这种情况在一定程度上可以归咎于中国的会计行业还不够成熟。但更重要的是，在中国，由于企业管理层拥有强大的话语权，因此能够向审计师施压。他们往往会迫使审计人员根据尽可能少的信息给出审计意见。向审计人员提供质量参差或者不足的信息会大幅增加他们工作的复杂程度，而且也容易将他们置于一种招埋怨的境地。

质疑管理层的能力有限

所有权集中给中国的国有企业和民营企业带来了一个共性，就是审计委员会（及其独立董事）、内部审计人员和外部审计人员通常都由管理层任命。因此，这些人基本上不太可能会去质疑管理层，因为这样做很可能威胁到他们的工作或者业务关系。一位四大会计师事务所中国区的审计师最近告诉我们，在与一家央企开会时，对方的董事长甚至直截了当地说：“如果你们所拒绝在一些事项上做出妥协，那我们会直接转到愿意这样做的国内所去。”

多重监督?

中国的多重治理监督体系给审计人员带来了一些特殊问题。公司法赋予监事会监督公司运营（包括财务）的权力[42]，但《上市公司治理准则》又指出，审计委员会的主要职能也是审查财务状况，还有监督内部审计和信息披露情况。[43]正如表3.15所凸显出的，这两份文件中并没有明确划分审计委员会和监事会的职责界限。这种规则之间的内在冲突造成了两个后果：要么是监事会和审计委员会为了争夺地盘，给公司带来不必要的成本；要么是双方都不负责，只等待另一方先采取行动，自己不劳而获。

互相推诿? 表 3.15

监事会和审计委员会的职责重叠

监事会	审计委员会
审查公司财务	审查经审计的账目和其他财务披露
要求董事或高管纠正一切有损公司利益的行为	监督和评估公司的内部控制
监督董事和高管的行为，如果发现任何违反法律法规、公司章程的不当行为，应直接向监管部门报告。	负责法律法规、公司章程或董事会会议授权的其他事项（包括在发现任何不当行为时向监管部门报告）。

资料来源：《上市公司治理准则》（2018年征求意见稿），亚洲公司治理协会分析

会计师事务所之间的价格战

中国引入审计轮换制和审计任期不少于一年的规定，目的是为了帮助增强外部审计人员的独立性。然而，轮换期较短也会造成道德风险，即审计师不得不在还没有充分了解公司定位的情况下就必须给出

提高审计质量迫在眉睫

北京大学鲍大雷(Paul Gillis)教授敦促中国的监管机构更多地关注提高审计质量：

“中国政府现在想要整顿市场，最好的例证就是此前对立信和瑞华的处罚震动了整个行业。不过，财政部和证监会目前仍然更加看重业务量，而不是帮助会计师事务所提高它们的服务质量。监管机构应该更多地关注合伙人的个人表现，（在必要的时候）吊销他们的执照。

“最近一家被处罚的会计师事务所就曾经告诉我，觉得受到惩罚不公平。因为一开始政府向他们施压，要求他们发展业务，而后监管机构又出台新规定，达到两项违规的事务所就要被勒令停业，而当时他们服务的公司超过了一千家。

“证监会和财政部都是严厉的监管机构，但是如果它们可以提高精专程度，应该会获益良多。此外，它们应该更仔细地研究有效的政策来提高审计质量。当前的系统有些像在没有问题存在的情况下寻找问题。它们需要重新设计监管体系，不仅仅是关注问题本身，还要关注整个行业的结构。监管部门把精力集中在会计师事务所上是一种方法，但它们的执法行为不应该如此两极分化。”

审计意见。考虑到审计师与上市公司相比通常处于弱势地位，每次轮换或者连任聘用都可能被管理层当成是与会计师事务所杀价的武器。

事实上，上市公司的审计费用必须公开披露这一点很容易让希望赢得竞标的事务所自动将竞价压得比公司上一年审计费用还低。说来有趣，在中国市场中经常可以看到公司在更换事务所后的第一年审计费用比上一年的还要低。考虑到通货膨胀，还有事务所一般在第一年为新客户审计的时候需要投入更多的资源，我们有理由相信这会导致审计质量的下降。

结论与建议

关于今后几年中国可以如何改善审计委员会、内部审计人员和外部审计人员的工作，我们的建议如下：

审计委员会：跬步千里

尽管新修订的《上市公司治理准则》已经要求所有中国的上市公司都必须设立审计委员会。但是，仅仅只是设立审计委员会是不够的。审计委员会还应该遵循其他以下基本规则，以确保其能够为董事会、股东和其他利益相关者提供价值：

1. 除了委员会至少每季度召开一次会议以外，审计委员会还应该每年与内部和外部审计人员至少会面一次，讨论审计流程。该会议不应有公司的内部董事出席。所有会议记录应保存在安全的环境，以供日后参考之用。

2. 审计委员会的职责和工作范围应该有书面规定。另外，还应该明确界定审计委员会与监事会的责任划分。比较合理的分配是让审计委员会专注于财务、内部控制和风险相关问题，因为这些是委员会成员有所专长的领域，而监事会则可以更多的专注于与总体运营相关的事项。

3. 董事会应该授予审计委员会在其工作范围内进行任何调查的权力。这种授权应该被写入审计委员会的职权范围，并由董事会签署通过。公司章程应该要求所有员工在审计委员会及其成员需要时与之配合。

4. 审计委员会的每位成员任职的上市公司应该不超过3家。同时，审计委员会的召集人任职的上市公司应该不超过两家。这是为了确保成员能够分配充足的时间来履行职责。如果董事会决定允许例外情况，则应该在每年的股东投票委托书和年报中充分披露其理由。

纠正对内部审计的误解

虽然中国多家监管机构都发布了有关内部审计的规章制度，但内部审计行业在中国并没有像预期中的那样良好发展，因为许多规则都没有得到有效的落实。为了克服这一问题，每家中国的上市公司都应该制定内部审计政策，而且其内部审计部门应该定期向相关机构作汇报，比如，财政部、证监会或者相应的证券交易所。虽然这有可能导致新一轮的公司样板化报告，但是至少会迫使企业更多地关注其内部审计部门的工作。

有关内部审计的另一个关键问题是对其工作范围的误解。内部审计不是只涉及财务问题，还包括公司内部整体的治理结构。管理层应该要确保所有员工都理解这一点，才能让内部审计人员不再被当成公敌。事实上，在发达市场中，内部审计的流程更多的是风险导向，而不是财务导向。也就是说，内部审计人员关注的重点应该是管理会计，而不是财务会计。

中国公司应该关注的第三个重点是内部审计人员的沟通技巧。内部审计人员在工作中必须就各种敏感问题与不同层级的当事人进行沟通，因此，具备高水平的沟通技巧可以说是他们完成工作最不可或缺的技能。实际上，毕马威在其2016年进行的一项研究中也强调，沟通技巧已经成为内部审计人员最重要的职业要求[44]。

赋予外部审计人员更多的话语权

为了让外部审计人员拥有更多的话语权，并能对全体股东负责，其中一个方法是对他们的聘用决定权做出限制——规定只有中小股东可以在年度股东大会上对这一事项进行投票，尤其是股权结构集中的公司。股权结构集中的定义可以是第一大股东持股比例超过30%，或者前三大股东合计持股比例超过50%。虽然这个方法不能够完全解决审计行业目前面临的所有问题，但是至少可以保证外部审计人员秉公办事，而不用再担心公司管理层随时可能替换他们。

持续的教育和培训

不仅审计委员会成员、内部和外部审计人员需要接受更多的教育和培训，许多上市公司的管理层和会计人员也是如此。比方说，如果公司会计人员能够提供更加完善的财务报表，然后内部审计人员可以提供更加详细的内审报告，那么外部审计人员的效率将会大大提高。

“如何停止价格战”

一位四大会计师事务所中国区的合伙人就价格战和审计质量发表了如下评论：

“如何停止审计行业的价格战？如果对审计质量的监管非常严格，那么事务所就不敢通过降低审计质量来节省成本，与同业竞争。这样，事务所之间从一开始就不会打价格战。我们现在会面临这种状况的唯一原因就是，在事务所看来，获得更多业务带来的利益要远远超过降低审计质量所需要付出的代价。阻止这种情况的唯一办法是让会计师事务所帮助监管机构改进审计质量方面的规定，并且提高事务所因为工作质量不佳而需要付出的代价。否则，我们就永远是在原地打转，不会有任何改善。通过适当的检查和对审计质量进行严格监管，事务所就不会敢冒着损害自身名誉和发展的风险来获取短期利益，而是会试着从其他地方节省开支，比如改善内部管理。

“监管机构也希望可以帮助本土事务所提高审计质量，但需要更多的资源来进行审查。政府官员的收入并没有给他们足够的激励让他们在工作中做出额外的努力。监管机构有时还从会计师事务所那里借调人手来帮助检查，但是他们无法控制这些志愿者的工作质量，更不用说有利益冲突的问题了。如果没有称职的审查人员来进行适当的检查，任何规章制度就都不会有效果。

“财政部、证监会和中国注册会计师协会应该分别每3年会对会计师事务所进行一次检查（按计划，这三家机构的检查安排会错开，让事务所每年都会接受其中一家机构的检查）。但我们事务所就至少已经有5年没有接受过检查了。大多数时候，他们只是给我们发通知，但从来没有真正检查过我们。通常情况是监管机构通过其他渠道发现发行方存在问题，然后将检查的范围扩大到具体的工作底稿和审计人员。但是这种检查方式非常被动，而且审计也不太可能阻止公司的不当行为。”

尾注

1 国家经济贸易委员会和中国证券监督管理委员会，《公司治理准则》（2002），第52条
2 国资委，《中央企业内部审计管理暂行办法》（2004），第7条
3 财务部等，《企业内部控制基本规范》（2008），第13条
4 上海证券交易所，《上海证券交易所上市公司董事会审计委员会运作指引》（2013），第7-10、23-29、33条
5 上海证券交易所，《上海证券交易所股票上市规则》（2014）
6 深圳证券交易所，《深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引》《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》，第二、三、四章
7 中国银行业监督管理委员会，《银监会商业银行公司治理指引》（2013），第22、24、55条
8 中国银行业监督管理委员会，《银监会商业银行内部审计指引》，第9、11、12条
9 中国保险监督管理委员会，《保险机构内部审计工作规范》（2015），第12、15-17条
10 中国证券监督管理委员会，《证券公司治理准则》（2012），第41-42条
11 《公司治理准则》（2002），第54条
12 上海证券交易所，《上海证券交易所上市公司内部控制指引》（2006），第27、31条
13 上海证券交易所，《上海证券交易所上市公司董事会审计委员会运作指引》（2013），第13-21条
14 《会计法》（1999），第27条
15 财政部等，《企业内部控制基本规范》，第10、15、44条
16 财务部等，《企业内部控制应用指引第1号——组织结构》（2010）、《企业内部控制应用指引》（2010）、《企业内部控制评价指引》（2010）和《企业内部控制审计指引》（2010）
17 中国证券监督管理委员会，《上市公司章程指引》（2016），第156、157条
18 深圳证券交易所，《深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引》《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》（2015），第8.1.4、8.7.1、8.7.2、8.7.5—9、8.7、12节
19 中国银行业监督管理委员会，《银监会商业银行内部审计指引》（2016），第7、8、13、14、31、32条
20 中国银行业监督管理委员会，《银监会商业银行公司治理指引》（2013），第93、113条
21 中国保险监督管理委员会，《保险公司章程指引》（2017），第65、67条
22 中国保险监督管理委员会，《保险机构内部审计工作规范》（2015），第13、21、26、38条
23 深圳证券交易所，《深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引》（2015），第8.7.3节
24 杨强、佟昱瑶、付婕，“对我国上市公司内部审计外部化的分析与研究”，《中国内部审计》2016年第5:10-13期
25 杨强、佟昱瑶、付婕，“对我国上市公司内部审计外部化的分析与研究”，《中国内部审计》2016年第5:10-13期
26 《公司法》（2013），第164、169条
27 《会计法》（1999），第20、31条
28 中国证券监督管理委员会，《上市公司章程指引》（2016），第159-161条
29 中国银行业监督管理委员会，《银监会商业银行公司治理指引》（2013），第94、95、119条
30 中国保险监督管理委员会，《保险公司章程指引》（2017），第47、66条
31 中国证券监督管理委员会，《关于证券期货审计业务签字注册会计师定期轮换的规定》（2003），第3、7条
32 国资委，《中央企业财务决算审计工作规则》（2004），第11、12条
33 财政部，《关于会计师事务所承担中央企业财务决算审计有关问题的通知》（2011），二
34 财政部，《金融企业选聘会计师事务所管理办法》（2016），第26-28条
35 中国银行业监督管理委员会，《银行业金融机构外部审计监管指引》（2010），第11、12条
36 财政部，《中国注册会计师审计准则第1504号——在审计报告中沟通关键审计事项》
37 深圳证券交易所，《深圳证券交易所上市公司内部控制指引》（2006），第63、64条
38 中国银行业监督管理委员会，《银监会商业银行公司治理指引》（2013），第120条
39 中国注册会计师协会，《2016年会计师事务所综合评价前百家信息》，2017年1月12日
40 新华网，“6家会计师事务所被暂停受理材料”，2018年6月13日 请参阅：http://www.xinhuanet.com/fortune/2018-06/13/c_1122976974.htm
41 《公司法》（2013），第170条
42 《公司法》（2013），第53条
43 《公司治理准则》（2002），第54条
44 毕马威国际，《发掘内部审计的价值》， 2016年4月22日 请参阅：https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/04/seeking-value-through-internal-audit-cn-zh.pdf

专访——审计师的报酬由谁支付至关重要

Lynn Turner, CPA
Hemming Morse LLP法证与财务部门高级顾问；美国证券交易委员会(SEC)前首席会计师；Glass Lewis 联合创始人；永道国际会计公司 (Coopers & Lybrand) 前合伙人

请问在您看来，公共审计与公司治理之间的关系是什么？

独立审计可以为公司管理层和董事会提交给投资者的财务报表提供可信度。而这些财务报表为管理层的经营表现和董事会的监督工作建立了问责机制。

与此同时，董事会下属的审计委员会负责监督财务报告，也在监督独立审计方面发挥关键作用，包括聘用审计师，评估审计师的表现，还有定期轮换或者终止聘用审计师。

请问您对于包含关键审计事项的新式审计报告有什么看法?

经过数十年的发展，独立审计师们已经在工作过程中发现、记录并解决了许多重要问题。这些问题曾经或者依旧对审计和审计师本身意义重大。作为一位签署审计意见的审计师和审计合伙人，我自己就有许多记录此类问题的备忘录。

10年前，在一次与美国上市公司会计监督委员会(PCAOB)的会议上，我曾经提议过这些问题也应该受到投资者的关注，而且可以为他们提供更多的信息。我很欣慰看到国际审计准则制订机构和PCAOB现在都要求审计师在他们的报告当中讨论这些问题。

上述信息披露成功与否，取决于审计师在披露信息时是否透明和诚实。时间自然会是终级裁判。

您过去曾多次强调独立审计及审计轮换制的重要性，而在中国，大多数上市公司都须遵守严格的规定，5年更换一次外部审计机构。但是有人担心，这也导致了很多问题，比如审计机构之间的价格战，或者是由于服务期限短而带来的潜在道德风险。您认为5年轮换制是否合理？您对改进这种制度有何建议？

我不同意存在“道德风险”这种说法。我觉得提出这种说法的人是在杞人忧天。

我每次担任某家公司的审计师，如果是第一次合作，我都会确保我们有足够的时间去了解公司的业务。这是专业审计准则的基本要求。如果有审计师表示无法在担任审计工作的第一年充分了解公司的业务，那么一定有人会问：他们是如何在遵守一般公认审计准则(GAAS)的前提下完成审计的？答案很简单，他们没有，因为这是准则明确要求的。而且如果审计师无法对公司业务有充分的了解，那么他们又如何能在准则要求的审计报告中，向投资者宣称自己遵守了所有准则的规定？

历史上出现过的一些最重大的财报欺诈案，都是公司长期聘用同一间机构为其提供审计服务——有的时候长达数十年，有的甚至可能上百年。在那些案例中（例如，帕玛拉特和安然欺诈案），拥有专业的审计知识又起到了什么正面作用呢？

我原本更希望欧盟可以实行10年轮换制，但也很开心看到欧盟现在至少采用了轮换制。该制度的实行将为以后的研究奠定基础。

但是最终，我还是坚信，除非由谁支付审计费用这一点得到改变，否则审计的质量和价值都非常值得怀疑。这些审计能否为投资者提供他们“以为”与审计费用相当的保证，要打上一个大大的问号。

今年年初，我们参加了由Monitoring Group举办的圆桌论坛，讨论其有关如何改善国际审计准则制定流程的征询文件。过去10年间，似乎包括监管机构在内的更多利益相关方都表示过对于公众对审计行业丧失信心的担忧。您是否也有同感？可否请您详细说明您有关改变审计行业的薪酬支付体系，以提高审计独立性并重获公众信心的提案?

审计师是非常聪明且目的明确的一群专业人士。但是说到底，他们也只是会深受自身所处环境影响的普通人。现在的机制是要求审计师为那些给他们支付报酬的人提供一张“成绩单”。如果审计师不能让这些付钱的人满意，他们很有可能会面临合同终止，然后再也收不到报酬（包括年金）了。

在我提议的新支付机制中，已经从每家上市公司收取一定费用以支持其运作的PCAOB将会再额外收取一笔审计费用。至于费用的多少应由审计委员会，而非管理层，就当年的审计费用与审计机构进行商议后决定。

这种机制的不同之处在于，决定审计需求以及具体审计人员的将会是投资者，即公司的所有者。这样，审计师的立场也自然会从为管理层服务转成为投资者服务。

审计委员会应该发挥其在治理和监督独立审计方面的作用，推动这一转变。但是他们的决定需要得到投资者的批准。

最终，“推动”这一改变的应该是投资者，而不是政府或者监管机构。而投资者之所以要这样做，正是因为他们可以收到更多更透明的信息，比如审计质量指标以及所聘审计机构的质量等。

最后，据我们了解，跨境审计是全球的审计机构都正在或者将要面临的一个问题。请问您对此有什么看法?

在全球经济的大环境下，所有公共独立审计的质量都取决于其最弱的一环。也就是说，在公司从事主要经营活动的每个国家，公司的每个审计师都必须确保自己遵守了当地最高的职业要求。归根究底，这些要求必须保证面向投资者的财务报表和相关披露的可靠性、可信度和完整性。如果审计师没能达到这些要求，那么我认为只有让他们对自己的疏忽和错误负责才公平，毕竟这就是雇佣他们和支付他们报酬的原因。

在大部分审计师面临诉讼的案例中，我都发现审计师其实在事前已经清楚财务报表中披露的信息或数据存在不足或是错误。但是，他们并没有像职业要求的那样做到公正的判断和始终抱持一种职业怀疑态度。审计师们很多时候都是在想方设法将管理层交给他们的财务数据“合理化”，而不是真正地想办法去获得足够多的、有说服力的证据，来评估这些数据的真实性。在帕玛拉特和美国阿拉巴马州殖民银行等一些案例中，都曾有审计机构或者监管机构的员工表示某些财务数据需要被修正。在这种情况下，难怪投资者会认为他们因审计师未能尽责履职而遭受损失，理应获得某种形式的补偿。

ESG

第四章

ESG报告和投资

4.1 ESG报告

中国ESG报告是2006年至2008年间大量相关政策发布后的产物。由于污染严重，企业的环境披露普遍受到最多关注。此外，推动中国企业发布ESG报告的其他重要因素包括塑造品牌形象，来自媒体和非营利组织的压力，以及海外标准的引入。市场对高质量ESG信息的需求与日俱增，而目前对于绿色金融的高度关注带来了一个转折点。

简介

中国的企业社会责任和可持续发展报告起源于2006年至2008年间推出的一系列官方政策。2006年，深交所率先提倡企业自愿性披露社会责任报告[1]。两年后，上交所也开始鼓励上市公司在发布年报的同时发布年度社会责任报告[2]。这两项举措直接促使上百家上市公司开始发布企业社会责任报告。

下一份重量级文件是国资委2008年发布的《关于中央企业履行社会责任的指导意见》。该文件规定，有能力的央企应该定期发布企业社会责任或可持续发展报告。2009年，国资委提议3年内所有央企都应该发布企业社会责任报告。此后，当时的全国100多家央企中绝大部分都在3年内（2012年之前）发布了企业社会责任报告。

部分行业的监管机构也出台了相应政策。银监会于2007年12月出台了相关的银行业政策，中国纺织工业协会（现称“中国纺织工业联合会”）也于2008年6月鼓励业界发布企业社会责任报告。请见下页表格4.1 。

2008年，国家环境保护总局（现“生态环境部”）开始推动政府部门和企业披露环境信息。环保总局出台了《环境信息公开办法（试行）》，规定排放量超标的企业应该积极披露污染物的类型、排放方式、浓度和总量等数据，以及在工厂内建立和运行的环保基础设施。同时，也鼓励其他企业自愿披露环保政策、年度环保目标和成果及社会责任的履行情况。

事实上，在ESG报告中，环境信息通常最受关注。这不仅是因为当下污染严重，且对社会造成了不良影响，也是因为公司的环境风险很容易导致其声誉受损，并丧失市场竞争力。

自2006年以来，中国每年发布的企业社会责任报告数量呈指数级增长，从区区几十份增长到了目前的一千多份。其中2009年的增幅最大，从2008年的158份骤增至628份。峰值则出现在2014年，全年报告总数将近1600份，随后增长进入了平台期。虽然前十年企业发布社会责任报告主要是为了提高品牌知名度、公共传播和吸引人才，但是一些更加先进的公司已经意识到，发布报告有助于增强内部运营价值，且满足资本市场中各种投资者的信息需求。

术语注释：ESG

直至近期，中国才开始广泛使用“环境、社会和治理”(ESG)一词。在过去十年的大多数时间中，这类非财务报告一般被称为“社会责任报告”、“企业社会责任报告”或“可持续发展报告”。因此，本章大部分内容仍采用“企业社会责任报告”的说法。近年来，市场讨论的焦点已经转向ESG，而优秀的企业社会责任报告通常会涵盖环境、社会和治理等各方面的信息。

大浪潮

表 4.1

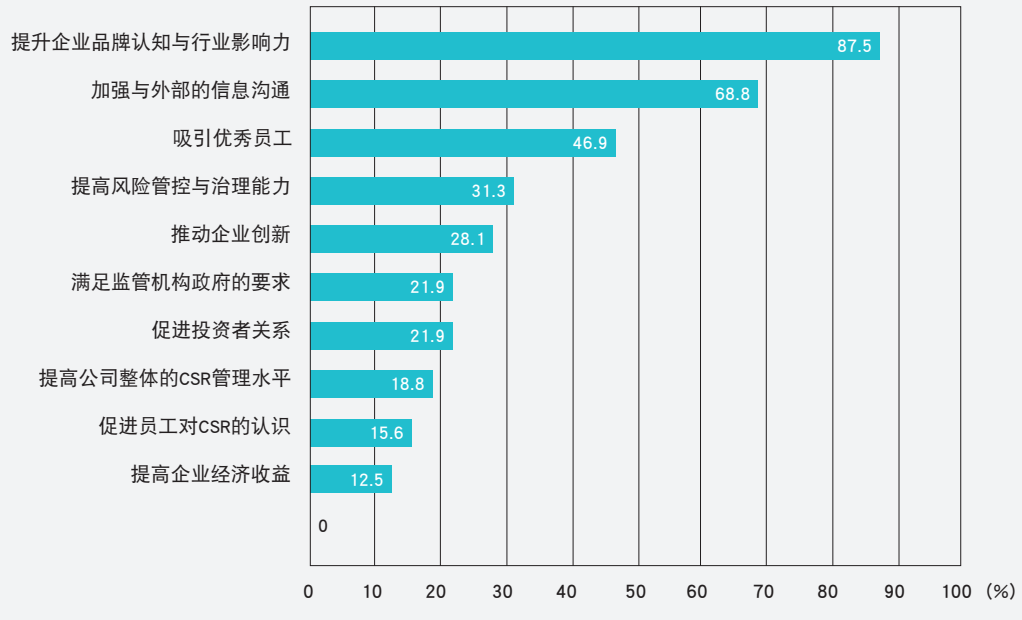
2006年至2008年间，中国先后出台了多项企业社会责任报告政策

日期	文件	颁发机构	内容
2006年9月	《深圳证券交易所上市公司社会责任指引》	深圳证券交易所	公司应定期评估企业社会责任的履行情况，自愿披露企业社会责任报告。
2007年12月	《关于加强银行业金融机构社会责任的意见》	中国银监会	各银行业金融机构要结合本行实际，采取适当方式发布企业社会责任报告。
2008年1月	《关于中央企业履行社会责任的指导意见》	国资委	建立社会责任报告制度。央企要定期发布企业社会责任报告或可持续发展报告。各企业应改善有关社会责任的交流，及时了解和回应各利益相关方的意见建议。
2008年2月	《环境信息公开办法（试行）》	原国家环保总局	对企业自愿及强制的环境信息披露作出具体规定。
2008年5月	《关于加强上市公司社会责任承担工作的通知》《上海证券交易所上市公司环境信息披露指引》	上海证券交易所	鼓励上市公司在披露公司年报的同时，在上交所网站上披露公司的年度社会责任报告。
2008年6月	《中国纺织服装企业社会责任报告纲要》	中国纺织工业联合会	为纺织服装企业提供一套详尽的企业社会责任报告指标。

资料来源：亚洲公司治理协会研究

2013年中国企业社会责任报告驱动因素调查结果(%)

图 4.1



资料来源：商道纵横

公司的催化作用

虽然官方政策和监管的变化是早期企业发布社会责任报告的主要驱动因素，但随着时间的推移，其他因素也变得越来越重要。

品牌建设

从一开始，许多中国企业就将发布企业社会责任报告视为一种公关手段。这种心态也随着此类报告在中国的增多而日益强化。2008年的一项调查结果显示，企业普遍认为企业社会责任报告的最大作用是加强与外部的信息沟通。其次分别是提升企业的社会形象，吸引优秀员工和更好地管理风险[3]。然而，如上页图4.1所示，2013年的一项后续调查结果显示，87.5%的受访企业将“提升品牌认知和行业影响力”作为发布企业社会责任报告的最大动力[4]。只有28%的受访企业认为企业社会责任报告能推动企业创新，19%认为有助于企业内部的社会责任管理。最后仅有12.5%的受访企业相信发布企业社会责任报告能够带来经济效益。

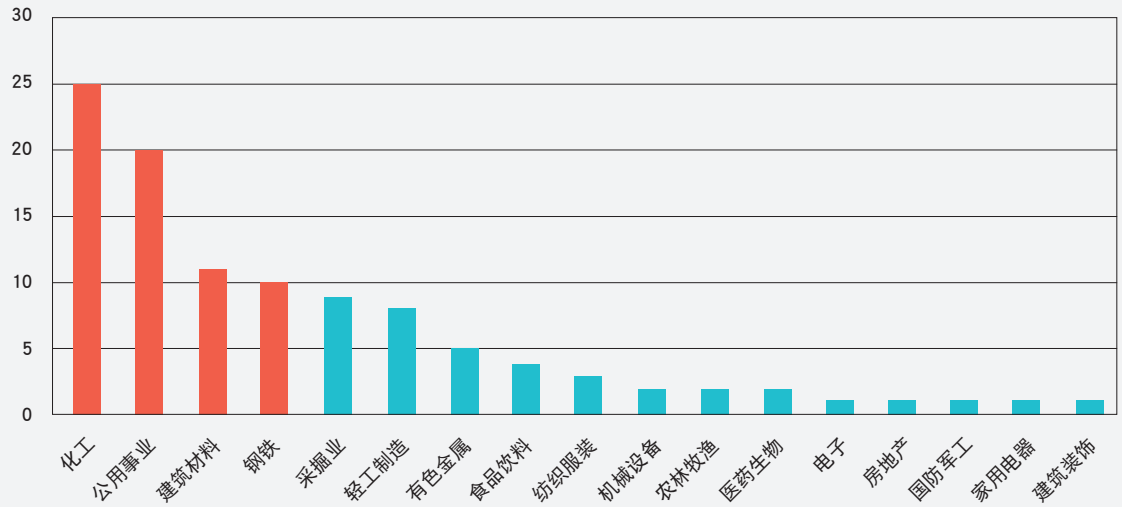
来自非营利组织的压力

在中国，非营利组织及民间的环保机构在推动企业披露环境信息和发布企业社会责任报告方面扮演着十分重要的角色。来自中国的公众环境研究中心(IPE)和总部位于英国的碳信息披露项目(CDP)都是这一领域的重要代表。

IPE于2006年5月在北京注册成立。该组织开发了一套中国污染地图数据库——“蔚蓝地图”，旨在提高公众对污染问题的认知度和完善环境治理机制。该数据库收录了各省、市政府部门公布的环境质量信息、污染物排放数据及污染源信息。截至目前，已收集了2.89亿条数据。

2015年1月，IPE与《证券时报》共同启动了“上市公司在线监测数据污染物排行榜”项目，发布上市公司的在线污染监测数据。该项目通过实时收集30个省级环保部门官方网站上对外公开的重点控制企业的自行监测数据和达标情况，定期发布上市公司的污染风险排行榜[5]。如下图4.2所示，在该榜单上排名靠前的行业通常包括化工业、公用事业、建筑材料和钢铁[6]。

2015年重点控制企业在线监测数据超标所涉上市公司行业分布图 图 4.2



资料来源：公众环境研究中心

IPE还会定期梳理数据库中违规企业的情况，然后与这些企业及它们的品牌采购商进行沟通。其目的是鼓励有能力的品牌采购商采取行动，打造绿色供应链，并借此向违规企业施压，要求它们整改。IPE还根据其参与开发的绿色供应链CITI指数，对各大品牌定期进行排名。近几年，IPE将注意力转移到了绿色金融，希望借助投资者、银行和其他金融机构的力量，迫使污染企业进行整改。

另一方面，鼓励公司检测、汇报及降低碳排量的国际组织项目CDP正在稳步进军中国市场。迄今为止CDP的最佳报告公司归属中国移动。后者也因其气候变化方面的信息披露入选“2017年度CDP全球最高评级A名单”，而且是唯一一家获此殊荣的中国内地企业[7]。CDP还开展了一项年度调查，跟踪全球1800多家具有系统重要性的大型企业每年针对气候变化问题采取的举措[8]。2017年，回复该调查的受访企业总数为1073家，其中包括来自中国的十多家公司（请见上表4.2）。

追踪气候变化问题 表 4.2

回复CDP 2017年度调查的中国公司

公司名称	行业	回复内容许可
交通银行	金融	公开
比亚迪	非必需性消耗品	非公开
中国粮油控股有限公司	必需性消耗品	公开
中信银行	金融	公开
中国建设银行	金融	公开
中国移动	电信	公开
中国石油化工股份有限公司	能源	公开
中国建筑国际集团有限公司	工业	公开
中国电信	电信	非公开
万科集团	房地产	公开
华泰证券	金融	公开
工商银行	金融	公开
上海电气	工业	公开
万洲国际有限公司	必需性消耗品	延迟回复

资料来源：CDP

其他对中国企业的环境信息披露起到过推动作用的非营利组织主要有全球报告倡议组织（GRI，总部位于荷兰的国际组织，主要推广GRI报告标准）和青悦环保信息技术服务中心（总部位于上海的中国环保机构，致力于推动政府和企业对环境问题进行报告）。

媒体

官方媒体和社交媒体在推动企业社会责任报告方面都发挥了重要的作用。例如，2017年，人民网发表了两篇评论文章，批评腾讯制作的网络游戏《王者荣耀》[9]。评论指出，虽然该游戏在行销上取得了巨大成功，但它也对社会造成了一定的负面影响。人民网的文章一出，腾讯的股价应声下跌，腾讯也立刻宣布将采取措施保障健康的游戏环境，预防游戏成瘾。

新兴的海外标准

鉴于全球的政府、消费者和投资者都越来越期望企业能够更有效地应对ESG风险，加上中国企业的国际化进程在不断加快，可以预见，新兴的海外标准很快会对中国产生影响。例如，欧盟2014年颁布准则，要求拥有500名员工以上的公众利益实体(public-interest entities)都必须在其经审计的年度报告中披露ESG信息。该准则允许公司选择性地披露环境信息，但要求他们遵循“不遵守即解释”的原则。虽然这尚未对中国造成直接影响，但预计“不遵守即解释”原则将来会被更多市场广泛应用[10]。迄今为止，该原则还仅应用于香港上市的中国内地公司。事实上，对中国公司来说，近年来在ESG方面更具影响力的文件之一是港交所发布的《环境、社会及管治报告指引》。港交所曾在2011年12月发布第一版指引，鼓励上市公司自愿发布ESG报告。2015年12月，港交所修订了该指引，将ESG信息披露的原则改为了“不遵守即解释”。

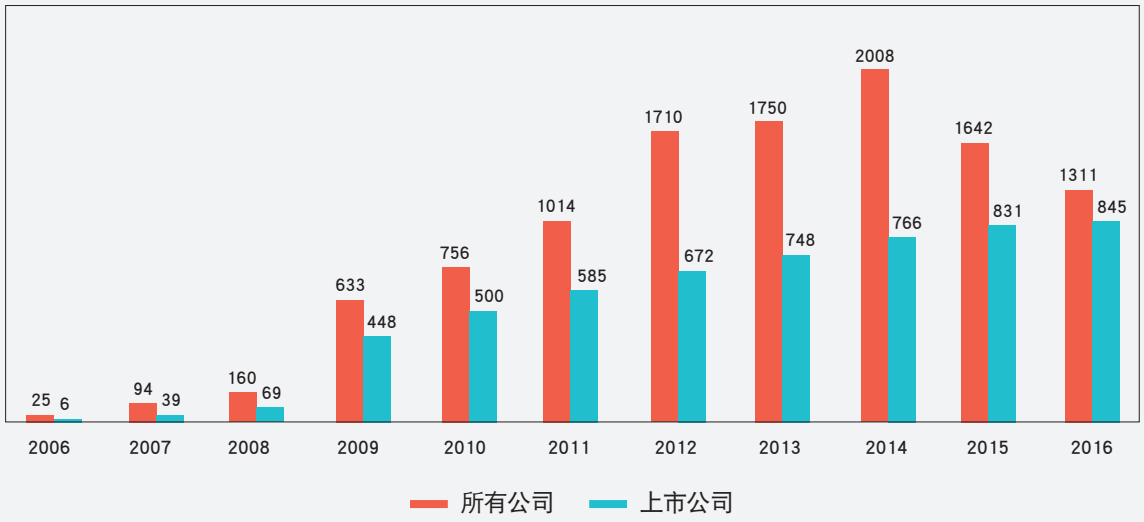
报告概况

按报告数量

中国最早的一份企业社会责任报告为壳牌（中国）石油公司1999年发布的企业可持续发展报告。之后数年，此类报告的数量一直缓慢增长，2006年和2007年分别只有25份和94份。随后，2009年一度出

现暴增，当年发布的报告总数达到了633份。到了5年后的2014年，报告数量又增长了逾两倍，达到2008份。但到了2015年，报告数量的增长进入了平台期，总数首次出现下降；不过，当年来自上市公司的报告数量仍略有增加。如下图4.3所示：

2006-2016年中国企业CSR报告发布统计：按数量 图 4.3

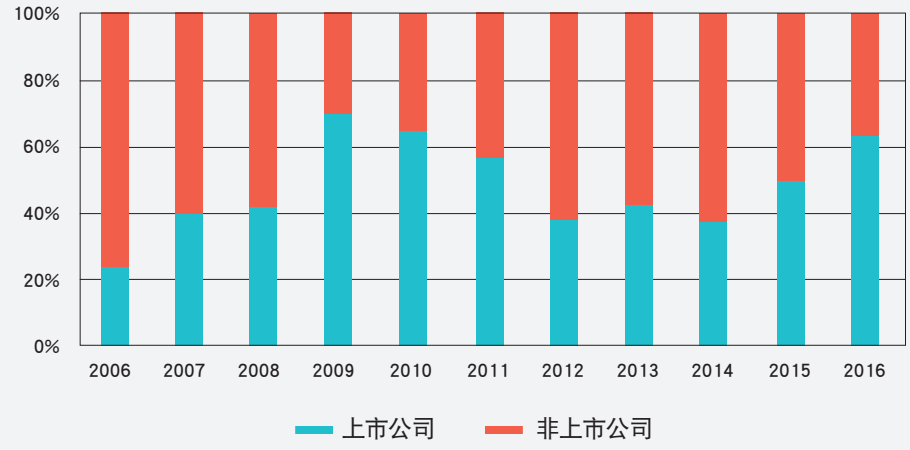


注：包括在海外上市的中国企业。
资料来源：商道纵横

按上市/非上市公司

出人意料的是，上市公司并非一直是中国发布企业社会责任报告的主力。如下图4.4所示，上市公司只是在2009年、2010年、2011年、2015年和2016年发布的报告占到总量的一半以上（2015年占比仅为51%）。

2006-2016年中国企业CSR报告发布统计：按上市和非上市 图 4.4
上市公司与非上市公司之比

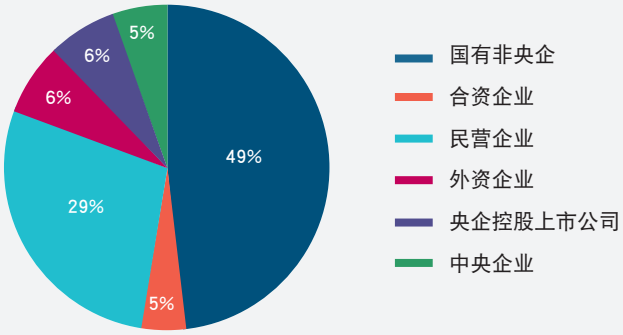


资料来源：商道纵横

按所有权性质

按所有权性质划分，2016年国有企业发布的企业社会责任报告超过当年报告总量的一半。这里的国企包括央企和央企旗下的上市公司，以及由其他不同政府部门占股的企业。私营企业发布的报告数量约占总量的30%。其他报告主要来自合资企业和外资企业（请见右图4.5）。

2016年中国企业CSR报告发布统计：按公司类型 图 4.5



资料来源：商道纵横

按行业和地理位置

按行业划分，报告发布数量排名靠前的行业包括金融、电力、运输、仓储和邮政、化工、制药和电子行业。就地理位置而言，这些行业中发布报告的企业主要集中在上海、北京、广东、浙江和福建的工业区。

按报告标准

大多数企业社会责任报告（约60-70%）是按照准则指引编写的，其中最常见的准则是上文提到的全球报告倡议组织标准(GRI)。尽管中国已经引入了英国的整合报告标准（Integrated Reporting standard），但目前尚未发现有公司采用。同时，2016年中国发布的所有企业社会责任报告中，经过独立第三方机构审计的比例不到5%。其主要原因是监管部门目前并未强制要求对此类报告进行审计。考虑到审计成本，企业缺乏动力自愿执行。

质量问题

随着企业社会责任报告数量的增加和企业编制报告经验的逐渐丰富，大型企业信息披露的质量也在逐步提升。发布最佳报告的企业包括中国石油、中国平安、宝钢、上海浦东发展银行和中国石化。这些企业都已经连续发布CSR报告10年或以上。然而，出于种种原因，一般企业的报告质量仍然令人失望。

首先，许多报告都选择避重就轻，用大篇幅报告无关紧要的轶事，缺乏对企业核心ESG问题的相关分析，反而选择阐述例如慈善活动等非核心的工作内容。其次，一个普遍问题是许多报告过度强调对企业社会责任工作的定性描述。其实只需进行少量的定量分析，就可以对不同企业在ESG方面的表现作出有意义的比较。第三，几乎所有企业社会责任报告的特点都是“报喜不报忧”。这些报告要么是完全不讨论负面的ESG事件，要么是一笔带过。以上这些问题其实从企业社会责任报告在中国的发展初期就已经非常明显，虽然后来在一定程度上得到了改善，但主要问题至今依然存在。

有限的数据

2015年的一份评估报告证实，数据不足是研究中国企业社会责任报告的一个关键问题。该研究评估了来自电力、金融、煤炭开采、农业和渔业、汽车制造、石油和天然气、冶炼及制药等8个行业的上市公司的企业社会责任报告。结果显示，对20项关键量化指标的平均披露率仅从2012年的25%上升到了2015年的29%[11]。

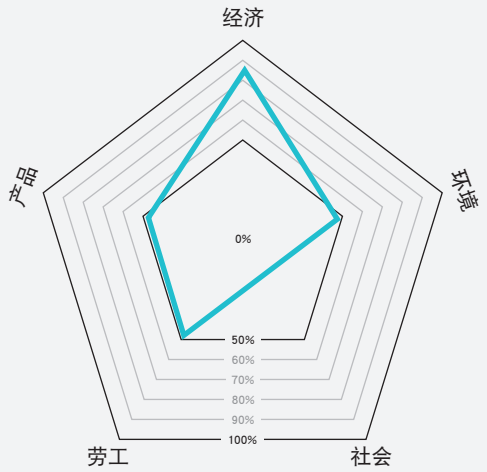
2017年7月，对中证100指数成分股公司（沪深交易所中市值排名前100的公司）进行的同样的评估调查结果显示，这些公司对上述20项关键量化指标的平均披露率为41%——高于之前的研究结果，但这仍然表明这些公司平均只披露了大约8项指标[12]。其中信息披露率最高的是上海浦东发展银行，达到85%，即披露了17项关键指标；而披露率最低的仅有5%，相当于仅披露了一项关键指标。

按公司行业划分，煤炭开采、电信服务、石油和天然气等行业的平均披露率位居前三位，全部超过60%。尽管金融行业发布的报告数量最多，但其平均披露率仅为44%，略高于平均水平。互联网和软件服务行业是所有行业中排名最低的，平均披露率仅为10%（请见下图4.7）。

有限的社会信息

该研究还指出，按披露的信息内容来划分，在经济、环境、社会、劳工和产品这五大因素中，经济因素的披露得分最高。而披露得分最低的是社会因素，包括合规情况、反腐和社区情况等（请见右图4.6）。

2016年中证100指数成分股CSR报告的平均披露水平(%)：按指标类别 图 4.6



资料来源：商道纵横

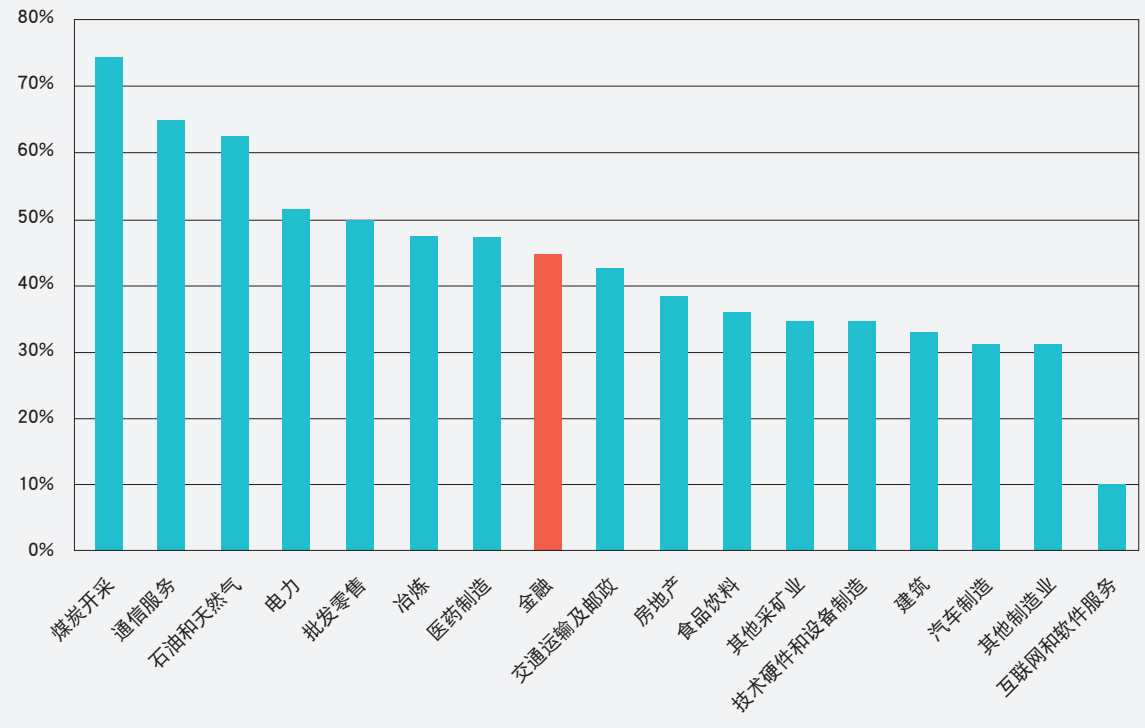
“报喜不报忧”

企业社会责任报告的质量对其应用价值有着决定性的影响，尤其是在资本市场上。但正如兴全基金的钱敏伟所言：“当前国内上市公司社会责任报告对投资的参考价值不大，因为现在的社会责任报告全是正面的内容。我们曾在多个场合倡议，企业首先应该分析在其开展主营业务的同时，对所涉及到的利益相关方应承担什么样的责任，出现了哪些问题，他们的业务对相关方已经或者潜在造成的影响有多大。这些方面如果出了问题是不能回避的，因为信息披露的目的就是要客观真实的向投资者反映现状。企业社会责任远远不是捐了多少钱那么简单，这只是在重要性排序上排在很后面的指标[13]。”

与企业的经营或管理没有关联

在中国，企业往往忽视了收集和报告企业社会责任数据对于改善其内部管理水平的实用价值。GRI准则曾指出，编制报告可以帮助企业识别对其经营有着重大影响的环境和社会因素，让企业能够针对问题采取有效的监督和纠正措施。然而，中国的企业却很少将报告的编制和实际管理结合起来。主要原因如下[14]：

2016年中证100指数成分股CSR报告的平均披露水平：按行业 图 4.7



资料来源：商道纵横

首先，许多公司发布报告的目的只是为了满足监管要求，完全是为了发布报告而发布报告。公司方面缺乏将报告与管理整合的意愿。其次，编制报告的工作通常会分配给市场营销部门或投资者关系部门，而这两者一般都不希望干涉公司业务部门的工作。第三，就算有些公司有意愿将报告与实际管理结合起来，但负责该项任务员工的职位可能还不足以调配所需的必要资源。

许多公司发布报告的目的只是为了满足监管要求，缺乏将报告与管理整合的意愿

品牌效应下降

尽管曾经企业发布社会责任报告的主要动机是建立品牌意识，但随着报告数量的急剧增加，这种做法所能带来的品牌效应也有所下降。早年，每年只有几十家企业发布报告，媒体对这种新现象十分好奇，因此每篇报告的发布都会成为热点话题。现在，发布企业社会责任报告已经变成例行公事，媒体对此也意兴阑珊。越来越少的企业会召开新闻发布会来发布报告，而媒体也缺乏可以评估这些报告质量的记者。这反过来也意味着企业失去了通过提高报告质量来提升其品牌形象的原动力。

绿色是最热门的颜色

由始至终，环境问题都是刺激中国企业社会责任报告发展进步的最关键因素。除了近年来这方面监管和执法的力度有所加强，绿色金融也正在成为银行、企业和机构投资者竞相追捧的话题。

新法颁布

2015年1月1日，经修订的《环境保护法》正式实施。该法明确要求重点排污企业应当如实向社会公开其主要污染物的名称、排放方式、排放浓度和总量、超标排放情况以及防治污染设施的建设和运行情况，接受社会监督。除此之外，政府还颁布及修订了几项重要的政策法规。其中包括：

- 2015年8月修订的《大气污染防治法》，2016年1月1日起生效；
- 2016年5月发布的《土壤污染防治行动计划》；
- 2016年7月修正的《环境影响评价法》，2016年9月1日起生效；
- 2016年12月颁布的《环境保护税法》，2018年1月1日起生效；
- 2017年6月修正的《水污染防治法》，2018年1月1日起生效。

目前，《土壤污染防治法》也已纳入全国人大的立法计划。虽然该法案原计划于2017年出台[15]，不过截至2018年7月初，法案仍在审议阶段（草案二审稿的征求意见已于2018年1月27日结束[16]）。

执法力度

统计数据显示，2014年至2016年的3年间，中国对于环境法规的执行力度有所加强。行政处罚案件的数量增长近50%，而罚款金额则增加超过一倍[17]（请见下表4.3）。

环境执法情况 表 4.3

2014-2016年间行政处罚案件的数量和罚金

	2014年	2015年	2016年
案件数量	83,000	97,000	124,000
罚金（亿元人民币）	31.68	42.5	66.3

资料来源：生态环境部

绿色金融

2014年以来，绿色金融在中国的发展势头日渐强劲。2015年，央行一个研究小组就中国的绿色金融建设提出了几点建议，其中部分内容与上市公司和发债企业的环境信息披露有关，包括：

1. 制定有关环境信息披露的强制性规定；
2. 要求上市公司和发债企业按照标准披露量化关键环境信息；
3. 推动中介机构参与环境信息披露的评估、监督、指导和激励；
4. 加强环境信息披露方面的监管合作和执法力度[18]。

2016年，绿色金融凭借被纳入国民经济和社会发展第十三个五年规划的势头，发展更为迅猛。同年，央行与六部委联合发布了《关于构建绿色金融体系的指导意见》[19]。该指导意见要求：银行披露绿色信贷资产支持证券(asset-backed securities)相关信息；绿色债券发行人披露相关信息；建立上市公司和发债企业强制性环境信息披露制度；加强外国投资者对绿色金融信息的披露。

2016年9月，在杭州举行的G20峰会上首次发布了由中国和英国央行共同起草的2016年《G20绿色金融综合报告》。2017年6月14日，国务院常务会议决定，在浙江、江西、广东、贵州、新疆五省（区）选择部分地区，建设绿色金融改革创新试验区。

这些政策正随着相关部委和行业协会的行动开始慢慢发挥作用。2017年6月，环境保护部与中国证监会签署了《关于共同开展上市公司环境信息披露工作的合作协议》。此后，这两家机构将共同推进、建立和完善一套强制性上市公司环境信息披露制度，并督促上市公司为自己的行为负责。

同时，中国的消费市场也正在发生变化。越来越多的消费者开始关注环境问题，绿色产品也已经成为各零售业板块中的一匹黑马。根据阿里巴巴提供的数据，在2016年的“双十一购物节”当天，绿色产品的线上销售收入较前一年增长了40%，客户数量也增加了31%[20]。绿色产品包括在生产或消费期间更注重环保（比如更节能）的产品。另一项分析淘宝交易记录的调查显示，近4年来，绿色产品的消费者数量增长了14倍[21]。

绿色金融在中国政府的支持下，发展势头异常迅猛。在此背景下，中国监管机构对上市公司环境信息披露的要求也愈加严格

结论与建议

由于企业社会责任报告的数量增长在中国已经进入了平台期，下一个发展阶段的焦点应该集中在提高报告的质量上。以下是对中国企业社会责任报告发展提出的一些建议和观察结果。

关注大型企业

提高报告质量的方法之一是先将各监管和研究机构的工作重点从所有企业转移到小范围的大型企业上，因为大型企业通常对ESG问题更为敏感。例如所有央企、中证100指数和沪深300指数的成分股公司、世界500强中的中国企业、中国500强企业以及民营企业100强等。

解决供需失衡的问题

到目前为止，已经有不少机构投资者明确表示，希望得到有关中国上市公司ESG表现的信息，尤其是在制药和化工等对环境监管十分敏感的行业。此外，评级机构和指数供应商也需要更多的信息来评估上市公司的ESG现状。据报道，MSCI明晟公司已经计划对所有可能在2018年6月之后纳入旗下指数的A股公司进行ESG评估。如果公司企业社会责任报告的数量或ESG相关信息不足，可能不会被考虑纳入[22]。

随着对各类ESG信息的需求快速增长，这种供需失衡的现象很可能还会持续数年。这可能会迫使ESG评级机构和投资者过度依赖新闻、政府网站和企业网站等渠道获得信息，从而导致低质量、高成本

的信息交换。要解决这一问题，投资者可以就ESG话题加强与主要上市公司及利益相关方之间的沟通。例如，可以先选择一些重要的ESG因素或者指标来和公司展开对话。

循序渐进

国资委和沪深交易所在2006年至2008年间发布的一系列政策带动了中国企业社会责任报告发展的第一波浪潮。但之后多年，中国在推动企业社会责任报告发展的进程中再也没有推出强有力的新政策。不过，如上所述，这一僵局在近年已经被打破，突出表现在政府对绿色金融发展的重视以及对各种环境政策法规的修订。

按照国际趋势，任何新政策在一开始都会主要针对上市公司和金融机构，而且在引入更高的标准时通常会采取循序渐进的方式。也就是说，先从自愿性披露发展到半强制性披露（“不遵守即解释”原则），最后再过渡到强制性披露。这些新政策很可能会根据不同的行业属性，对一些关键指标（特别是环境指标）提出明确的披露要求。

发现内在价值

如果希望企业社会责任报告在中国可以持续发展，则企业、监管机构和投资者三方都需要对报告的内在价值有更深入的理解。对企业而言，报告的内在价值体现在可以帮助企业管理层与利益相关方更好地沟通，以及加强对ESG风险和机遇的管理。对监管机构和投资者而言，报告的内在价值体现在可以提高ESG信息与引导市场和制定投资决策之间的关联性。总之这一切都将不再仅仅是出于公关目的。

尾注

1 深圳证券交易所，《深圳证券交易所上市公司社会责任指引》，2006年
2 上海证券交易所，《关于加强上市公司社会责任承担工作的通知》、《上海证券交易所上市公司环境信息披露指引》，2008年
3 商道纵横，《价值发现之旅2008》，2008年12月
4 商道纵横，《价值发现之旅2013》，2013年10月
5 《证券时报》，“上市公司污染源在线监测风险排行榜（摘要）”，2016年2月2日
6 公众环境研究中心，“2016年上市公司污染源在线监测风险排行榜年度报告”，2016年2月2日
7 CDP，“2017年CDP全球最高评级名单”。请参阅：https://www.cdp.net/en/scores-2017
8 CDP，《企业应对气候变化行动追踪》。请参阅：https://www.cdp.net/en/research/global-reports/tracking-climate-progress-2017/about
9 人民网，“评《王者荣耀》：是娱乐大众还是‘陷害’人生”、“评《王者荣耀》：加强‘社交游戏’监管刻不容缓”，2017年7月
10 欧盟，欧洲议会和理事会2014/95 / EU号指令
11 商道纵横，《价值发现之旅2015》，2016年7月
12 商道纵横，《中证100指数成分股企业社会责任报告实质性分析》，2017年7月
13 中国责任投资论坛，《中国基金业责任投资调查报告（2014）》，2014年11月
14 郭沛源，“企业社会责任报告进入平台期，信息披露路在何方？”，中国金融信息网，2016年10月
15 新华网，“土壤污染防治法已经列入今年的立法计划”，2017年3月9日
16 环境保护部网站，“土壤污染防治法草案二审稿征求意见 1月27日前，公众可通过中国人大网提交意见建议”，2018年1月7日。 请参阅：http://www.mep.gov.cn/xxgk/hjyw/201801/t20180105_429180.shtml
17 环境保护部，《中国环境状况公报》（多年）
18 绿色金融工作小组，《构建中国绿色金融体系》，中国金融出版社，2015年4月
19 央行、财政部、发改委、环境保护部、银监会、中国证监会、中国保监会，“《关于构建绿色金融体系的指导意见》，2016年8月31日
20 商务部，《中国零售行业发展报告（2016/2017年）》，2017年7月3日。请参阅：https://p.baidu.com/daily/view?id=68948
21 阿里研究院，《2016年度中国绿色消费者报告》，2016年8月
22 上海证券报，“所有被纳入指数的A股公司将接受ESG评测”，2017年7月26日

专访——提高企业对ESG的认识

李文
中国工业经济联合会中国工业企业社会责任研究智库专家

哪些环境与社会风险对中国上市公司有较大的影响？它们对公司的业绩有什么影响？

最大的环境与社会风险还是来自于企业对自身在承担社会责任中所扮演的角色认知水平十分有限。随着互联网和新媒体的发展，也随着社会监督机制的不断完善，利益相关方对企业的诉求只会日益增加，企业的管理半径得到延伸，责任范围也随之扩大。随着国家对环境保护的要求越来越严格，企业需要提升对环境管理的理念和标准，否则就将面对新的风险。

社会风险主要来自于社区关系和供应链管理。企业的生产运营可能会对周边的社区和老百姓的生活产生影响，企业需要提前考虑这些影响并主动进行沟通，否则就有可能会引发群体性事件，影响社会稳定。

供应链管理涉及到企业在商业环境中的公平运营和标准化管理的要求。这其中可能会引发贿赂、安全运营等风险。一旦公司遭遇环境或者社会风险，公司的股价可能会立刻受到影响。同时，此类风险也可能引发社会舆论关注，对公司的品牌声誉带来负面影响。从中长期来看，环境与社会风险还可能会影响企业的信誉和评级，提高上市公司的融资成本，影响公司在该地区或在类似高风险地区长期投资的稳定性。

上市公司是不是已经注意到这些风险？您觉得上市公司是否可以有效化解此类风险？

近年来，中国上市公司的环境和社会风险意识在逐步提升，但还不够全面和深入，在战略层面的统筹与管控还不够充分。如何有效化解此类风险，取决于上市公司对它的认知程度。如果认知是清晰的、理智的，上市公司采取的用来化解这些风险的措施就会是有效的；如果意识不强、重视程度不够，上市公司采取的措施绝大多数就会是应急式的，不可能根本有效地解决问题，甚至有的公司会因为采取不当的应对措施而引发新的风险。

从治理结构的角度来看，您觉得在中国的上市公司中，环境与社会风险议题是否已经成为董事会讨论的重要议题？

我认为目前在中国大陆的上市公司中，环境和社会风险方面的议题已经开始成为董事会讨论的重要议题，但系统化地应对社会和环境风险的管理，尤其是从战略层面和管理融入方面做得还不是那么完整。

很多上市公司与投资机构对接的董秘办或者投资者关系部对ESG并不了解，但了解这些议题的部门往往不负责与投资者直接沟通。如何才能破解这一困境，以便上市公司与投资者就此类问题有畅通的交流？

我觉得破解这一困境有多种方式。首先，相关部门特别是企业社会责任部门的工作人员应该主动和董秘办或者投资者关系部的同事做好沟通，让他们意识到推进ESG、社会责任和可持续发展这项工作实际上有助于增强投资者的投资信心，加强互信，助推公司融资。这是企业社会责任部门的工作人员可以主动做的。具体的方式可以是专题座谈或请外部的专家来为员工进行培训。

第二，克服企业社会责任等部门的“本领恐慌”情绪，提升跨部门协调能力。我们经常看到，很多企业社会责任部门和投资者关系部交流不多，主要原因一是理念，二是“本领恐慌”的心理。企业社会责任部门的工作人员不具备对责任投资等相关议题的驾驭能力，沟通信心不足。事实上，在很多公司，社会责任部门的视角是社会化的、国际化的，这些恰恰是很多大型上市公司的投资者关系管理所需要的。因此，企业社会责任部门应该加强自信，为投资者关系部门带来更多的知识供给与实质性的帮助，提升理论见解和跨部门协调能力。现阶段，社会责任部门的核心任务仍然是证明企业社会责任和ESG因素可以为上市公司的价值创造做出贡献。

第三，上市公司要把企业社会责任和ESG的管理工作体系化和指标化，有一个清晰的指导方向，明确界定相关指标，让不同部门在同一个体系下协作。这也要投资者关系部和企业社会责任部门协同努力。

目前交易所要求或鼓励发布ESG或企业社会责任报告，但报告质量普遍不高，怎样才能提升报告质量？

从上市公司内部的角度来看，最重要的是

把ESG报告融入上市公司的战略管理体系和日常运作流程中。这样上市公司的高层才会关注和重视，由此才可能在公司内部建立提升报告质量的激励机制，增强内部驱动力。

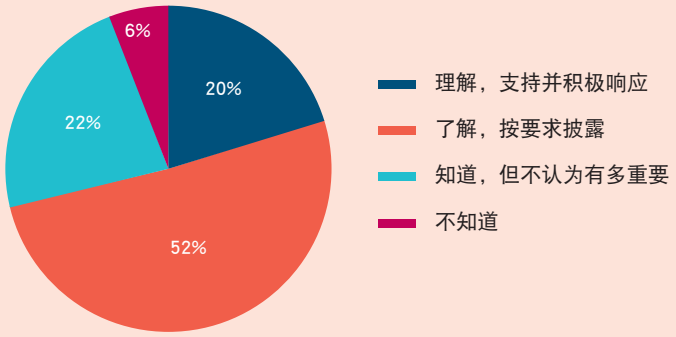
从外部角度看，一方面是媒体和研究机构（具有“话语权”的人士）的关注至关重要。当ESG报告成为舆论关注的焦点，上市公司的高层自然也会关注。另一方面是借助评级机构等外力的推动。如果有评级机构对上市公司的ESG报告进行评级或排行，或者根据ESG报告的内容对上市公司的社会责任表现进行评级或排行，这样就能大致分出上中下等不同报告的水平。然后，上市公司就会更了解ESG报告的重要性，以及用以衡量报告质量的主要标准。之后，这些标准就可以用来指引更多的上市公司发布高质量的ESG报告。

中国上市公司对港交所ESG报告指引的态度

图 4.8

请问对于港交所近年来推行的ESG报告指引，您的态度是：

有意思的是，我们2017年进行的中国上市公司调查问卷的结果肯定了李文的观点。超过70%的回复者表示支持港交所近年来推行的ESG指引。



资料来源：《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》

4.2 ESG投资

投资者对ESG的兴趣与日俱增，但起步较低。投资经理的市场机会开始增多，正面和负面筛选指标的使用日渐频繁。绿色金融的前景一片光明。投资期限更长的个人投资者开始对ESG表示感兴趣。

简介

中国基金公司和个人投资者对于ESG话题的关注度正不断提升。对于基金公司而言，这主要是因为国家政策鼓励它们在投资过程中更多地考虑环境和社会因素（作为“五年计划”的一部分），同时也是中国近年来对绿色金融发展重视程度加大的自然结果。与此同时，市场对于ESG主题金融产品的需求也显著增多。下面两个图表展示了2016年到2017年间中国债券市场与绿色债券市场发展情况的鲜明对比——虽然市场整体的发行数量和规模均呈下降趋势，但是绿色债券却异军突起，取得了明显的增长。

2016-2017年中国债券市场概况 图 4.9



资料来源：Wind资讯

作为中国资产管理公司的最高行业机构，中国证券投资基金业协会（简称“中基协”）在其年度调查中发现，协会会员单位对于ESG的认识在不断加强。调查显示，2008年，仅有34%的基金公司表示在做投资决定时会考虑社会责任因素，而到了2016年，这一比例已经超过了59%[1]。从数量上看，伴随着整个行业在这一段时期内的快速成长，将社会责任因素纳入考量的基金公司从14家增加到了63家（见下页表4.4）。

基金公司通常会同时使用两套指标筛选体系，从正反两个方面，对选股对象的社会责任履行情况进行评估。正面指标包括员工利益保障和创新能力等；负面指标则更侧重于环境污染、媒体对于公信力等信誉问题的监督机制、公司治理结构是否存在重大缺陷等因素（请见下页图4.10）。

根据中基协统计，截至2017年6月，中国共有4只社会责任投资基金，分别是兴全社会责任混合基金、建信上证社会责任ETF基金、建信社会责任混合基金和汇添富社会责任混合基金[2]。此外，还有59只符合社会责任投资理念的基金，专注方向包括低碳、环保、可持续发展、绿色、公司治理和养老金等[3]。

社会责任越来越受重视

表 4.4

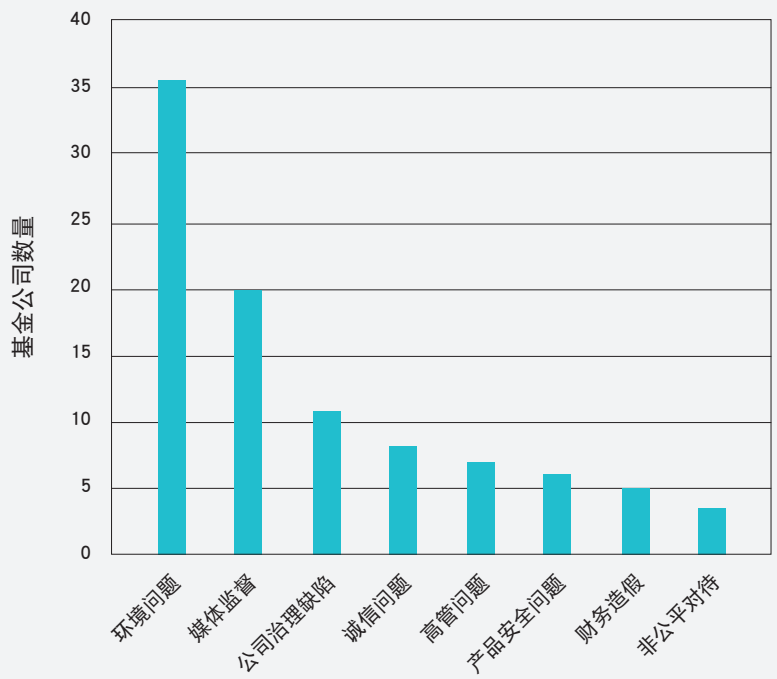
2008-2016年间重视社会责任因素的中国基金公司占比

	问卷数量	反馈数量	反馈比例	关注社会责任因素*的数量	关注社会责任因素*的比例
2008年	41	17	41.5%	14	34.20%
2009年	57	57	100%	28	49.10%
2010年	59	59	100%	41	69.50%
2011年	68	68	100%	43	63.20%
2012年	70	70	100%	44	62.88%
2013年	83	83	100%	46	55.42%
2014年	92	92	100%	45	48.91%
2015年	97	97	100%	54	55.67%
2016年	106	106	100%	63	59.43%

**这里的社会责任因素在调查中由企业社会责任(CSR)和环境、社会和治理(ESG)(ESG)两个指标体现。*
资料来源：中国证券投资基金业协会

中国基金公司的负面筛选指标

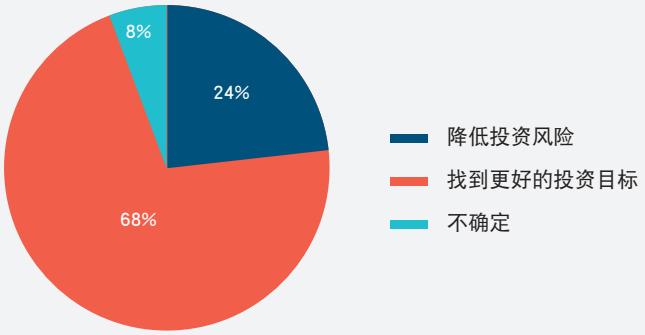
图 4.10



注：共63家基金公司受访
资料来源：中国证券投资基金业协会

中基协还对经营ESG基金产品的会员单位进行了调查，了解它们认为这种投资方式可以提高收益的原因。大部分回复认为这种方式可以帮助筛选出更好的投资目标。还有近四分之一的回复认为这种方式可以降低投资风险（请见图4.11）。

为何ESG产品会带来更高的收益? 图 4.11



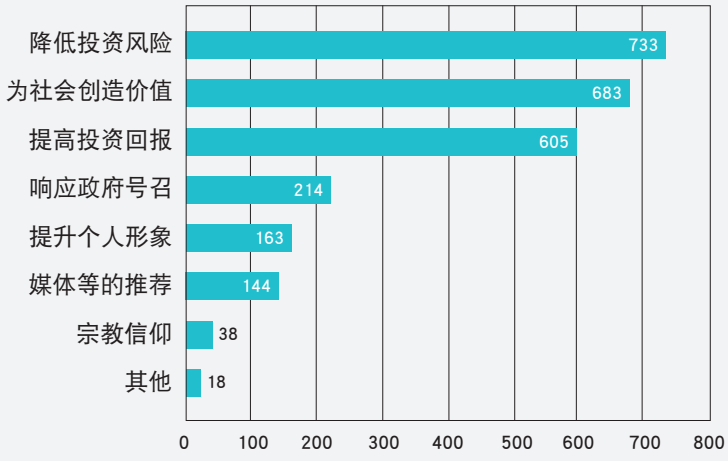
资料来源：中国证券投资基金业协会

个人投资者的催化作用

个人投资者对ESG的认知度也在不断上升。2017年，在一项对1000多名个人投资者进行的调查中，约63%的回复者表示他们了解有关社会责任投资和绿色金融的基本概念，近12%的回复者表示他们对相关话题有深入了解，另外也有23%的回复者表示他们知之甚少或完全没有了解[4]。

与机构投资者不同的是，个人投资者将ESG因素纳入考量的主要动机是“降低投资风险”。随后排名二三位的分别是“为社会创造价值”和“提高投资回报”（请见下图4.12）。

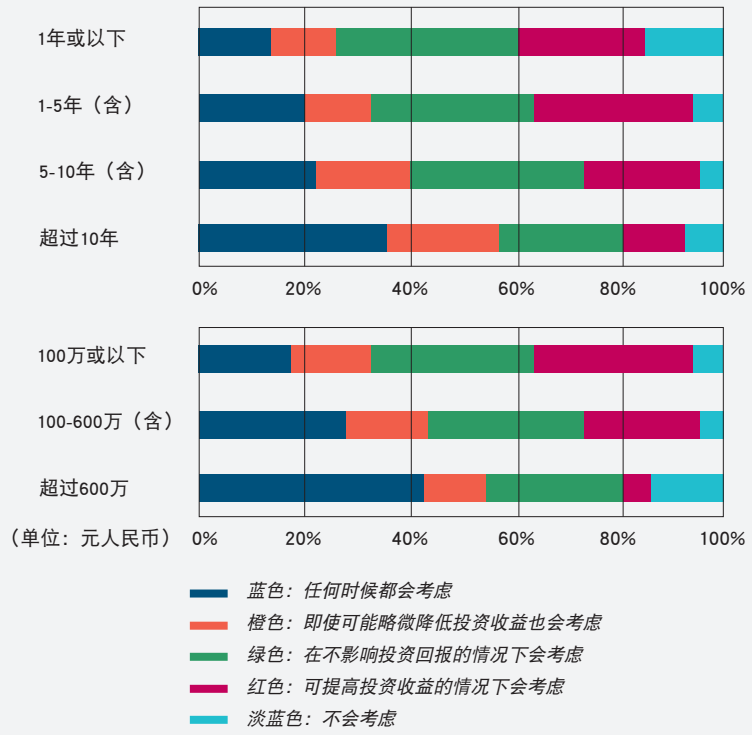
个人投资者将社会责任因素纳入考量的动机 图 4.12



资料来源：商道融绿与兴全基金

该调查进一步显示，投资期限相对较长的个人投资者更倾向于关注ESG因素（请见图4.13）。

按投资周期划分，个人投资者考虑ESG因素的意愿 图 4.13



资料来源：商道融绿与兴全基金

指数投资

在中国，ESG指数投资也变得越来越普遍。例如，中证指数将绿色主题的指数分为三大类：

1. 可持续发展类，包括ESG、社会责任和公司治理；
2. 环保产业类，包括环保、环境治理和新能源；
3. 环境生态类，包括碳效率和绿色城市。

截至2017年2月，国内共有19个绿色指数，有18只基金产品追踪这些指数。这些产品的总资产管理规模达107亿元[5]。

峥嵘初显

表 4.5

中国的绿色指数（2017年初）

类别	细分	指数全称	简称
可持续发展（包括ESG）	ESG	中证财通中国可持续发展100指数	ESG 100
		中证ECPI ESG可持续发展40指数	ESG 40
	公司管理	上证180公司治理指数	180治理
		上证公司治理指数	公司治理
	社会责任	上证社会责任指数	责任指数
环保产业	环境保护	中证内地低碳经济主题指数	内地低碳
		中国低碳指数	中国低碳
		中证环保产业50指数	环保50
		上证环保产业指数	上证环保
		中证环保产业指数	中证环保
		中证水杉环保专利50指数	环保专利
		中证水环境治理主题指数	水环境
	环境治理	中证环境治理指数	环境治理
		中证阿拉善生态主题100指数	生态100
	新能源	中证新能源汽车指数	新能源车
		中证新能源产业指数	中证新能
		中证核能核电指数	中证核电
环境生态	碳效率	上证180碳效率指数	180碳效
	绿色城市	中证海绵城市主题指数	海绵城市

资料来源：中证指数有限公司

结论与建议

尽管基金公司对ESG的关注度不断提高，对绿色指数投资的兴趣也日益浓厚，但ESG主题基金产品和指数占比仍然很低。以公募基金为例：公开发售的基金产品超过4000只[6]，而其中与ESG挂钩的占比不到2%，且产品规模都相对较小。一些业内人士指出，国内客户（指资产所有者）还尚未开始关注ESG因素，或认同将这些因素纳入投资决策，而国外客户已经形成了一套成熟的ESG投资体系，并根据市场变化持续完善这套体系。

对ESG产品需求的不足也限制了基金公司从规模效应中受益的可能。这直接影响了咨询、数据收集、评级和指数开发等辅助业务的发展，进而又限制了市场规模的扩大。

另一方面，如果其他市场的发展规律具有参考性，那么随着中国养老金市场规模的扩大，以及消费者对环境问题日渐关注，市场对ESG投资的兴趣必然会随时间慢慢升温。除了设计新产品，更多的基金公司也可以将ESG因素分析引入它们的投资研究中。作为准备步骤，基金公司可以先选择关注一些具体的行业和问题（事件），然后逐步积累经验。

尾注

1 中国证券投资基金业协会，《2016年度中国共同基金业社会责任报告》，2017年6月
2 汇添富资产管理公司。请参阅：http://www.chinauniversalasset.com/english/fundinfo/470028/enfundgk.shtml
3 中国证券投资基金业协会，《2016年度中国共同基金业社会责任报告》，2017年6月
4 商道融绿与兴全基金，《中国责任投资十年报告》，2017年9月
5 赵永刚，《绿色金融与绿色股票指数研究》，2017年2月
6 《新闻晨报》，“公募基金产品数量突破4000只”，2017年3月8日

专访——绿色金融先行者

马骏
绿色金融专业委员会主任

中国在绿色金融方面有哪些最新进展?

近来，中国的绿色金融产业取得了快速进展。中国已成为推动绿色金融发展的全球领导者。2016年，中国人民银行和其他六部委联合发布了《关于构建绿色金融体系的指导意见》，这是一个重要的里程碑。这些指导意见旨在完成多个重要目标，包括落实政府工作报告部署的任务；从经济可持续发展的全局出发，建立健全的绿色金融体系；发挥资本市场优化资源配置、服务实体经济的主要功能；以及支持和推动生态文明建设的发展等。

2017年6月，国务院常务会议决定在浙江、广东、新疆、贵州和江西五省（区）建设绿色金融改革创新试验区。

中国绿色金融产业的发展具体体现在以下几个方面：

1. 绿色基金的数量大幅增加。近年来，中国的地方政府共发起或参与了50只绿色基金，而由民间资本发起的绿色基金数量更是超过了200只。

2. 对绿色项目的财政补贴、绿色担保机制和其他绿色金融激励措施正在各地蓬勃发展。浙江、江西、贵州、广东等地区已经为绿色金融项目拨付了专项资金以提供支持。

3. 绿色债券市场飞速发展，并于2016年在规模上成为了全球第一；我们已经在地方上推出了22只绿色投资基金。目前绿色债券大约占中国债券总发行量的2%，而这一比例在全球市场上只有0.2%。实际的目标占比应该是20%。因此中国还有很长的路要走，而对于世界其他地方而言，更是如此。

   此外，我们还为市场建立了一个生态系统。绿金委已经发布了一份有关绿色支持项目的目录，分为31个类别，并对每个类别提出了具体要求和主要参数。其次，中国人民银行还将要求发行人寻求第三方审计机构的意见，以验证项目的绿色属性。中国目前有10家公司可以提供此类验证服务，其中包括四大会计师事务所（约占80%的市场份额）和一些本地事务所。虽然这并不是强制性要求，但是超过80%的已发行债券确实进行了此类验证。这些事务所很可能已经否决了部分项目，但是发行人更倾向于对这些信息进行保密。

   生态系统的第三部分是发行人在年度报告中披露他们是如何使用获得的资金或补助的。这是为了确保这套系统按照我们设计的方式运作而设置的三道防线。对于专门从事绿色业务的公司而言（如太阳能或能源公司），实施监控并不困难。但是，如果监控的是一个集团企业，那么集团的流程管理也需要被分析。集团企业必须为绿色债券的收益单独记账，以确保资金的用途和申报的项目没有出入。显然这里面还有一些我们需要面对的问题，比如验证服务的质量。我认为未来对于提供验证服务的机构的指导方针是，它们至少需要向投资者提供一定的信息，包括部分关键指标。

4. 金融机构正在进行环境压力测试。工商银行率先开展了环境风险压力测试。对这些情景进行压力测试可能会推动银行内部建立起一套转移定价机制来支持绿色项目，同时遏制污染投资。中央财经大学绿色金融国际研究院还引入了适用于资产管理行业的环境风险分析法。

5. 绿色保险方面也取得了新进展。生态环境部（原环境保护部）和中国银行保险监督管理委员会（原中国保险监督管理委员会）正在起草有关在高风险地区实施强制性环境责任保险的文件。此外，许多保险公司也推出了一系列的创新型绿色保险产品。

6. 上市公司在披露环境信息方面也有进

步。我们将分为三步来建立一套强制性的上市公司环境信息披露体系。为此，我们已经制定了一个三年路径图。中国证监会应该会牵头起草所有上述文件。第一步是针对主要污染企业的强制性信息披露要求（已经出台）。中国约20%的上市公司被列为主要污染企业。第二步是2018年底前对所有上市公司实行半强制性的信息披露要求。最后一步是到2020年底前，对所有上市公司和债券发行人实行强制性的信息披露要求。

7. 绿金委正在建立中国的绿色项目数据库，希望可以作为帮助绿色项目连接海内外资金的平台。目前，新疆和浙江已经提交近千份绿色项目的提案，绿金委正在组织专家对这些提案进行初步评估。未来的项目库中也将包含绿色标准。今后，绿色项目数据库的覆盖范围可以扩大至所有试点地区。

8. 我们在推进“一带一路”的绿色工作方面也取得了进展。2017年9月，绿金委与六家行业协会联合发布了《中国对外投资环境风险管理倡议》，指导中国金融机构和企业加大“一带一路”当中的绿色投资，避免高污染和高碳投资。绿金委还与伦敦金融城和巴黎欧洲资本市场协会联合推出了针对中国和欧洲投资者的“一带一路”绿色投资自愿准则。

在中国发展绿色金融市场的主要挑战是什么？应该如何解决这些问题？

我认为我们已经克服了最大的障碍，那就是缺乏政策指导。中共中央在2014年印发了《生态文明体制改革总体方案》，首次提出了关于建立绿色金融体系的说法。这随后就是前面提到的七部委联合发布的绿色金融指导意见。下一步的关键是能力的培养。我认为我们需要的是在监管机构、公司、银行和其他资产管理公司的中级经理层和中层干部层面，培养设计具体政策和了解如何开展绿色金融工作的能力。

目前，中国约80%的融资资金仍然来自银行系统，而约70%的绿色贷款是由银行管理的附加贷款。因此，每家银行都必须了解如何提供绿色贷款，以及如何分析一项贷款计划对环境的影响。中国国家开发银行正在利用一套系统培养这种能力——国开行已经花费了数百万人民币来开发可以就大多数项目对环境的影响进行量化分析的软件。中国的许多银行尚未具备这种能力，因此每家银行都需要分配类似的资源来开发自己适用的软件。同时，绿金委一直在和国开行还有中国节能环保集团（中国最大的绿色公司，拥有400多家子公司）合作，希望可以为行业设计一套统一的方法。

不同银行在构建绿色金融能力方面也采取了不同的方法。一些银行选择像国开行一样对所有相关人员进行培训，让他们学习用来分析绿色金融项目的专业知识。还有一些银行则选择像工商银行一样，成立专门的绿色金融部门来处理此类事务。

中国的投资者和公司何时才会真正将ESG因素纳入决策过程？有哪些需要克服的障碍？

这需要经过很长的时间，但仍然有一些事情是我们现在可以做的。其中一个选项是，我们可以要求公司和投资者更多地参考国际上的责任投资标准，包括这个领域里一些备受尊重的国际组织的标准。来自政府的信号将对此产生重大影响。中国大多数的资产管理公司仍然是国有企业，因此它们非常重视政府的意见。

第二个选项则涉及方法和能力的培养。这不仅适用于人员，也适用于过滤绿色公司和项目的模型设计和筛选流程。我们需要的是一个系统的培训计划，让本地的资产管理人员可以从全球大型资产管理公司的成功经验中学习方法，揣摩它们所使用的模型。

尽管西方国家普遍认为这是资产所有者必须履行的忠实义务，但我认为在中国推广这一概念会很困难。就中国绿色金融的发展而言，并非是投资者在向资产所有者传导这一理念，而是政府。而政府在许多情况下也是最大的投资者。因此，这与西方市场中主要由投资者或公众倒逼资产所有者的形势截然不同。中国最大的资产所有者们还不够积极。也许我们可以先从建立起一些法律责任感着手，让资产管理者回应资产所有者的要求。而培养中国的资产管理者们逐渐产生这种责任感，很可能需要花费五到十年的时间。

另一项任务是开发足够多的高质量绿色投资产品。我们需要优质的第三方服务机构和评级公司来评估公司和项目。绿金委正在与中基协合作，希望尽快发布基于绿色表现的中国上市公司排名。

现在许多公司和投资者都只关注短期收益。因此，不管政府如何倡议，可持续性都不是大部分市场参与者的优先考虑因素。我们如何解决这个问题?

大多数的公募基金都管理着公共资金，所以如果公众关注的只是短期收益，那么这些基金公司别无选择，也只能关注短期收益。这只是对个人投资者偏好的直接回应。我觉得经过10到20年的时间，个人投资者们会发现这并非正确的投资方法，但是仍然需要通过大量的教育和培训来改变人们的思维方式。如果我们有确凿的证据表明，将关注的周期拉长可以提高投资回报，这将对论证我们的观点非常有用，但可惜目前在中国我们还缺乏这样的实证。另一方面，政府也应该更多的关注长期表现来引领这种趋势。资产管理公司的评估和目标规划都需要更长期，才能实现这种变革。

前言

第五章

并购在中国

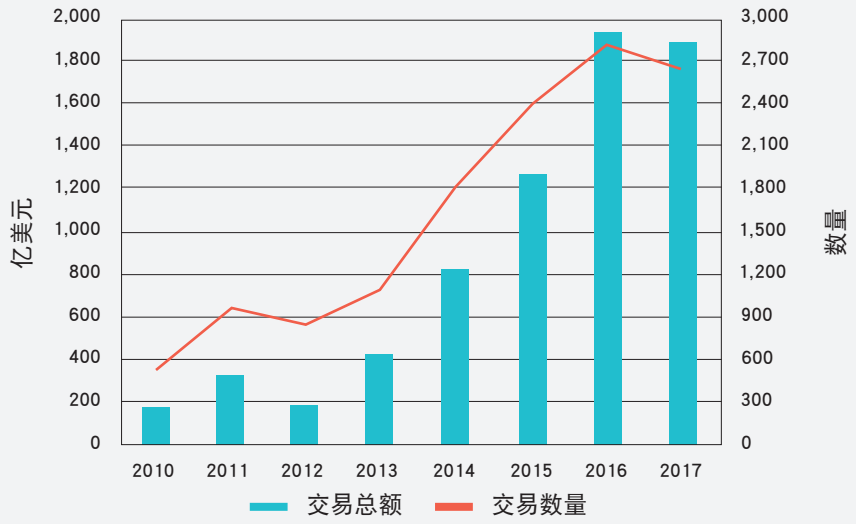
5.1 中国特色并购

2014年至2016年间，中国宽松的监管环境为国内并购市场的发展提供了肥沃的土壤，其中，国企贡献了大多数的交易额。中国国企和私企的境外并购也一直呈增长态势，直至2017年政府出面压制了过分活跃的保险行业。虽然中国的上市公司基本对于并购交易带来的价值增长持乐观态度，但国内和国外的企业在交易中仍然面临着诸多挑战，主要体现在政治、监管、经济和治理等方面。中国近期推出了一些有利于外资入境直接投资的开放性政策，但其并购市场中仍有一些不容忽视的中国特色。

境内并购：肥沃的土壤

近几年，随着监管政策的放宽，2013年至2016年间中国境内企业间并购交易的数量与交易总额皆大幅增长，直到2017年这一态势才略有减缓（请见下图5.1）。2014年，国务院发布了《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》。同年，中国证监会也出台了《上市公司收购管理办法》，后又于2016年颁布了《上市公司重大资产重组管理办法》。

2010-2017年中国境内并购 图 5.1



资料来源：清科研究中心
**交易额系使用每年的年中汇率计算得出。*

中国境内的上市公司间并购交易具有以下鲜明特征。首先，收购方很少采取要约收购的方式，尽管这是一条可行之路。多数收购方更倾向于采用协议收购或间接收购的方式。据中国股票市场交易数据库统计，在2014年1月1日至2016年12月31日的1578例上市公司重大资产重组中，仅有4例采取了要约收购的方式。要约收购的比例如此之低，原因之一是其使用成本较高：2014年10月以前，每一笔要约收购都必须经过证监会核准，且从发出公告至要约期满，交易周期通常需要两个月以上。但一个更根本的原因在于中国

要约收购在中国并不多见：在2014年至2016年的1578例重大资产重组中，以要约收购方式进行的仅有4例

上市公司的股权仍然高度集中，很多时候交易只需要与大股东进行协商即可。这不但能降低收购方的成本，而且完成交易的确定性也更高。

其次，控制权的转移通常是公司积极寻求买方或卖方，鲜有“不请自来”的对象出现。这一特点其实也和股权高度集中密切相关。因为在实际操作中，想要从拥有30%或以上表决权、且无意出售的大股东手中夺取控制权是非常困难的。虽然在过去5年中，企图敌意收购的案例在中国有所增多，但目前为止仅有一例成功案例（浙民投收购ST生化）。

中国首例成功的敌意收购

2018年5月2日，杭州浙民投天弘投资合伙企业（简称“浙民投”）和振兴生化股份有限公司（000403.SZ）的股权之争终于尘埃落定。作为中国首例要约成功的敌意收购，这也标志着中国金融市场发展的新时代也许已经来临。

振兴生化股份有限公司（ST生化）是一家深交所上市公司，主营业务是生产和销售生物制药产品。2006年，因巨额负债，加上第一大股东振兴集团迟迟未能按照其此前承诺，剥离亏损子公司山西振兴集团电业有限公司（振兴电业）的业务，振兴生化被深交所戴上了“ST”（即“特别处理”）的帽子。2014年12月，ST生化还因未按规定披露贷款担保及重大涉诉事项而受到证监会的处罚。[1] 因此，虽然盈利状况良好，振兴生化却始终摘不掉“ST”的帽子。

2017年6月21日，就在振兴集团向ST生化付清剩余的振兴电业65.22%股权转让款之后仅仅两天，浙民投就出现在了ST生化的门前。ST生化随即申请暂时停牌，声称正在协商收购山西长治注册的山西康宝生物制品股份有限公司。6月27日，ST生化正式公告了浙民投发起的要约收购报告书摘要。摘要显示浙民投欲购买ST生化27.49%的股份。加上此前已经持有的2.51%股份，收购完成后，浙民投将持有ST生化29.99%的股权，正好低于须发起强制性公开要约的30%的持股门槛。

7月7日，振兴集团向浙江省银监局实名举报浙民投，称其从中国民生银行获得的14亿元人民币贷款存在违规。9月14日，振兴集团又以信息披露违规、存在可疑的利益输送和内幕交易为由，对浙民投和ST生化双双提起诉讼。然而，这些动作都没能阻碍浙民投要约收购的步伐。

8月16日，ST生化宣布将重组标的由原来的山西康宝变更为内蒙古维克生生物科技有限公司。同时，ST生化的多名董事在此期间增持公司股份。

这一连串的事件当然也引起了监管机构的关注，深交所就曾向ST生化多次发出关注函询问事件进展。9月20日，ST生化宣布终止筹划重大资产重组计划，公司股票于次日复牌。

要约收购正式开始

11月1日，ST生化披露了浙民投要约收购报告书的细节，为期33天的要约收购期正式开始。

眼看此前所有的防御手段无一奏效，振兴集团最后只能求助于引入“白衣骑士”。11月29日，就在振兴集团所持ST生化22.61%股改限售股解禁的两周后，振兴集团将其中18.57%的股权出售给了佳兆业旗下子公司航运健康。转让价格为每股43.2元人民币，较浙民投开出的要约收购价整整高出了20%。与此同时，振兴集团将剩余4.04%的股权以抵偿债权的方式转让给了深圳信达。深圳信达也同时签署协议，将其所得股权的表决权委托给了航运健康，期限1年。这样一来，航运健康摇身一变成为了ST生化最大的股东，并且实际控制了22.61%的表决权。 »

此时，事态的发展对浙民投来说并不乐观。就在这笔股权转让交易公布的当天，大量ST生化的股东撤回了对浙民投要约的预受，因为他们认为手中的股票价值被低估了。据深交所网站显示，浙民投获得的预受股份比例在一天之内从24.3%骤降至8.3%。而且，根据相关规定，收购方不得在要约期限届满前15日内变更收购条件，除非出现竞争性要约。[2] 但是最大股东的控制权转让显然并不属于竞争性要约，而此时距离浙民投要约收购的期限届满只剩下6天的时间。

最终，浙民投力挽狂澜，赢得了这场战役。12月5日，要约收购的期限届满时，浙民投从共计3870名ST生化股东手中获得了预受要约1.47亿股，较7492万股的收购目标多出了96.2%。中国金融市场首例成功完成的敌意要约收购案也就此诞生。

2018年4月13日，ST生化宣布其董事和监事集体辞职。5月2日，在ST生化2018年的第一次临时股东大会上，选举产生了新一届董事会和监事会。新董事会包括7名董事，其中4名由浙民投提名，3名由佳兆业提名。新任董事长由浙民投提名，双方还分别提名了一位监事。

此外，并购交易的目的多种多样。可能是为了实现某种协同效应，或是出于业务板块扩张的需求，但也可能仅仅是为了融资。在中国，由于公司上市还需要经过证监会审批，上市公司的“壳”仍然具有很高的价值。这导致了市场上围绕“壳资源”产生的大量寻租行为，包括以借壳上市为目的的并购交易。借壳上市是指，一家非上市公司取得一家市值较低且通常资产已被清理的上市公司的控制权。之后，收购方将资产注入目标公司，成为上市发行人，并更改目标公司的名称。由于监管套利的意图明显，证监会近年来已开始不断收紧对此类“走捷径”上市行为的管制。

中国境内并购市场的第四个显著特点是国企间的并购交易异常活跃。据清科研究中心数据显示，仅2014年，国企并购案例就有481起，交易金额高达360亿美元。另据《经济参考》的最新数据显示，2017年中国参与并购交易的上市国企有126家，交易金额达8540亿元人民币（约合1260亿美元）。其中，有21起交易的金额超过了100亿元人民币，更有一半以上是同业之间的横向兼并。也就是说，虽然国企间的并购交易在数量上占比不高，但是却贡献了绝大部分的交易额。

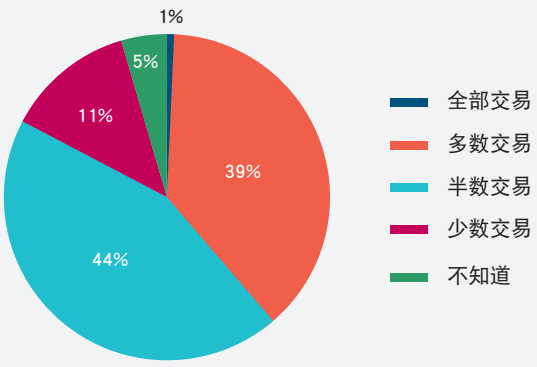
可想而知，国企参与的并购交易通常带有强烈的“政治使命”色彩。例如，2012年国资委决定对一汽集团进行重组上市。但直到2018年初，一汽集团仍然没有完成旗下子公司的整合，也没有解决其子公司之间的同业竞争问题。

又如，2017年国资委宣布中国恒天集团将被整体并入中国机械工业集团。中国恒天集团的资产规模为700亿元人民币，而中国机械工业集团为世界500强公司，单单其2016年的主营业务收入就已经超过2000亿元人民币。看起来这一兼并的主要原因是为了完成减少央企数量的任务，而并非出于任何商业考量。在这种情况下，兼并后的新实体已经出现“组而不合”的情况，因为兼并几乎没有带来任何协同效应。

近期对于中国境内并购交易看法的调查结果显示，中国市场普遍对并购交易会带来价值增长持乐观态度。在我们对中国上市公司的调查中，39%的回复者认为过去5年中“大多数”并购交易都为股东带来了价值增长，而另外44%的回复者则认为有“半数”的并购交易做到了这一点（请见图5.2）。

通过并购交易实现价值增长 图 5.2

“请问您认为过去5年中国上市公司进行的并购交易中（包括境内和境外市场），有多少交易为股东带来了价值增长？”

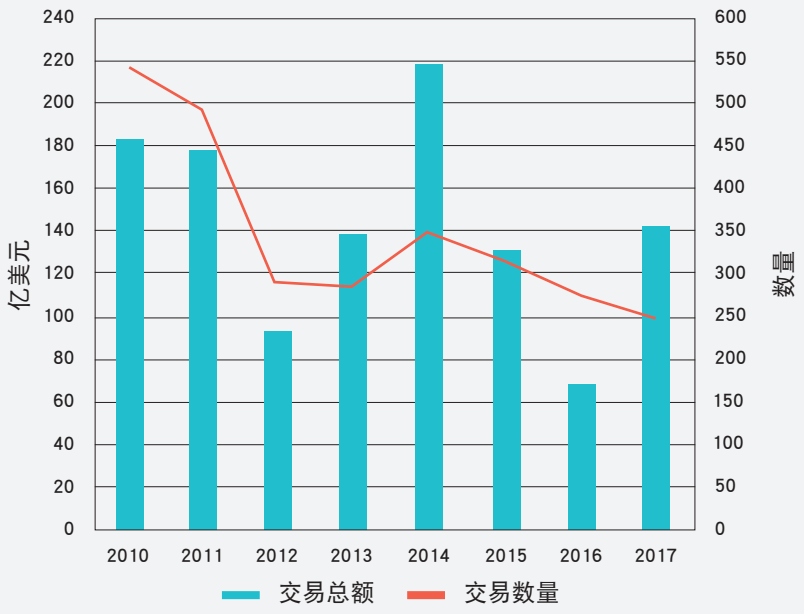


资料来源：《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》

入境并购：审慎的外资

近年来，外资在华并购的交易额和数量均呈现波动态势，交易额在2011年至2012年、2014年至2016年间两次出现下滑，而交易数量则从2010年至2011年间每年逾450例减少至后来的每年250到350例不等（请见右图5.3）。这类交易不仅需要为满足监管要求而支付高额的成本，还需要面临由法律体系和文化差异带来的种种挑战。

2010-2017年外资入境并购 图 5.3



资料来源：汤森路透、投中网和普华永道

自2016年下半年起，中国简化了外资在部分领域的投资流程。2017年，商务部颁布了新的管理规定：《外商投资产业指导目录》和《关于修改外商投资企业设立及变更备案管理暂行办法的决定》。新规指出，除适用于规定中对外国投资限制的交易外，其他入境投资仅需向商务部报备，不再需要事前审核。

同时，自2013年在自贸区试行外资准入的“负面清单”以来，外资准入特别管理措施也不断简化，并逐步推广至全国其他地区。但是相比于《外商投资产业指导目录》，“负面清单”的开放程度依然较为有限。由于金融、卫生保健和电信等关键行业仍严格受控，国务院于2017年8月16日出台了《促进外资增长的若干措施》。这预示着中国正在不断提高外商投资待遇的公平性，并缩减“负面清单”的限制范围，以进一步改善国内投资环境的开放度、透明度和规范性。事实上，自2013年以来，“负面清单”的长度已经缩减了三次，而当前第四版的长度已经只有第一版的一半左右。[3]

博鳌声明

进入2018年，政策变化的步伐丝毫没有减慢。在2018年4月中旬举行的年度博鳌论坛上，中国国家领导人宣布了一系列开放金融服务行业以吸引更多境外投资的措施。[4] 例如，取消银行和资产管理公司中的外资持股比例限制，将证券公司、基金管理公司和人寿保险公司的外资持股比例上限放宽至51%。自2018年5月1日起，内地和香港两地股市互联互通（即沪港通和深港通）的每日额度也扩大了4倍——此举显然是为了2018年6月起A股被纳入MSCI明晟新兴市场指数在做准备。虽然设想大胆，但是现实中所有权的变化会对中国已然自成一体的金融体系结构产生何等程度的影响，仍值得关注。

就在博鳌论坛过去一周之后，中央出台了减少汽车行业外资持股比例限制的新规。包括2018年取消专用车和新能源汽车外资持股比例的限制，以及2020年和2022年分别取消商用车和乘用车外资持股比例的限制。每位外国投资者设立合资企业不得超过两家的限制也将于2022年全面取消。

监管挑战

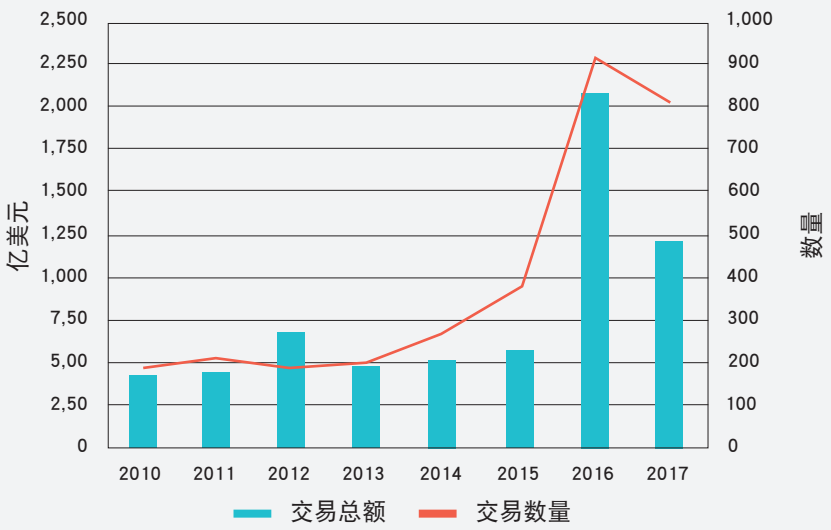
尽管政策环境明显放宽，但在华外商投资企业仍面临着诸多的监管挑战。其中一个主要的挑战来自于公司法与《中外合资经营企业法》之间的相互作用。中国一项重要的法律原则是“特殊法”优于“一般法”，即有关外商投资的法律有特别规定的，适用相关的特别规定，没有特别规定的，适用公司法。例如，公司法中规定股东会为公司的“最高权力机构”[5]，并且理论上享有对于董事会的监督权。然而，

《中外合资经营企业法》规定合资企业只需设立董事会作为主要决策机构，无需召开股东会，由此消除了这一层面的监督。[6] 这一设定也意味着合资企业法中具有中国特色的“法定代表人”概念会使情况更为复杂[7]。因为通常董事长作为公司的法定代表人，可以独享代表企业执行事务的权力。因此，董事长事实上拥有了明显大于其他董事的权力，并且有可能使用这一优势损害外国合资方的利益。这不仅是“中国式监管”的一个例证，也是西方概念（赋予董事会决策权）和中国概念（赋予董事长更大的权力，但基本不对其行权过程进行监督）之间冲突的典型实例。

境外并购：狂欢结束？

从2010年到2015年，中国每年的境外投资总值基本没有出现太大的浮动，但在2016年迎来了一次猛烈的增长，随后又在2017年大幅下降，如图5.4所示。另一方面，中国境外交易的数量从2014年开始出现增长，同样在2016年达到峰值，然后在次年略有下降。2015年，中国的直接境外投资超过了同期吸引的外资规模，首次实现了资本净输出。[8] 总体而言，中国企业开展境外并购的目的主要是为了扩展市场，获取资源，输出过剩产能，或者引进新型技术，虽然其中也不乏有企业是作为财务投资者，希望寻求长期稳定的投资回报。

2010-2017年中国境外并购 图 5.4



资料来源：汤森路透、投中网和普华永道

私营企业中的冒险家

中国企业的境外投资中，最夺人眼球的案例大多是由一些激进的私营企业发起的。比如资金实力雄厚、但如今颜面扫地的安邦保险公司曾于2014年以19.5亿美元的高价一举收购了华尔道夫酒店，并在之后试图收购喜达屋酒店（请见下文）。大连万达也曾于2012年以26亿美元收购了美国AMC连锁电影院线集团，又于2016年以35亿美元收购了美国电影制片公司传奇影业——而这仅仅是万达一系列大手笔境外收购交易中的两起。不甘心落后于人、负债累累的海南海航集团也在2015年加入了境外收购的大军，完成了大量境外收购，其中包括2016年末收购希尔顿酒店集团26%的股份，和2017年2月至5月期间收购德意志银行共9.9%的股份。然而由于资金链紧张，海航集团已经在2018年4月完成了所持全部希尔顿酒店股份的出售，并削减了部分德意志银行持股。同时，海航集团对天桥资本公司（Skybridge Capital，由美国总统特朗普上任后任期极短的白宫新闻发言人Anthony Scaramucci创立）的收购提案，也因其复杂且不透明的股权结构而遭到美国政府的雪藏。

中国企业在境外的并购失败案例中，值得浓墨重彩的一笔便是2016年初安邦试图收购喜达屋的案例。安邦在万豪集团已经与喜达屋签署了购买协议，只待后者的股东投票批准执行的时候，突然半路杀

入，与万豪竞争收购喜达屋100%的股权。安邦提出了以全现金支付且收购价格更高的方案，并与万豪进行了两轮竞价，却在第三次提价后突然撤回要约。据报道，安邦称撤回的原因与融资受阻且存在违反保监会相关规定的风险有关。[9] 这起案例引发了外界对于中国企业谈判方式、融资策略、合规和信用风险的管理能力的质疑。此外还值得一提的是，安邦财团中包括一家中国的私募股权基金春华资本集团，以及一家具有丰富亚洲投资经验的美国专业投资公司J.C. Flowers。

经历了这轮投资热潮之后，中国政府在2017年终于决定出手浇熄中国企业对境外投资过分高涨的热情——不但加强了对境外投资的引导，还限制在房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等领域的境外投资，或者在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台。[10]

国企的限制

由国企主导的海外并购方式则有所不同：除了在并购标的的选择上会有政策导向的因素之外，并购策略还会受到必须对国有资产保值增值等要求的影响。2017年6月8日中国化工集团收购瑞士种子和农药巨头先正达(Syngenta)便是其中一例，这也是迄今为止中国最大的一笔海外并购交易。[11]

不过，即便是国企的海外并购交易也会面临中国境内的监管风险。尽管监管从2014年开始有所放松，国企的境外投资仍需按照企业规模和投资额度由各级发改委和国资委审批，而对于敏感国家和敏感行业的投资，则不论交易额大小都需要经过国资委和商务部审批。[12]另外，如果是现金支付对价还要受国家外汇管理局监管。

外国眼中的不速之客?

事实上，中国企业在开展境外并购交易时，除了需要应对国内的限制，有时还不得不面临外国政府，尤其是美国政府施加的一些限制。2018年3月，博通公司试图收购高通公司的议案就被美国总统特朗普无情地驳回了。特朗普对这项交易的阻止是出于多种理由，其中之一便是这项交易完成后，中国公司华为可能会在其芯片制造技术发展方面更具优势。这是历史上美国总统第5次根据美国外国投资委员会(The Committee on Foreign Investment in the United States)的建议直接对一项交易下达总统禁令。到目前为止，美国所有已颁布的5项总统禁令均与中国直接或间接相关，并且有3项是2016年12月之后才颁布的（请见下表5.1）。

历史上遭到美国总统禁令的中国交易 表 5.1

时间	收购方	目标企业	颁布禁令的总统	禁止理由
1990年2月	中国航空技术进出口总公司	美国飞机零部件供应商Mamco Manufacturing Inc.	乔治布什	保卫国家安全
2012年9月	三一集团子公司罗尔斯公司（Ralls Corporation）	位于美国俄勒冈州海军基地附近的4座风电厂	巴拉克奥巴马	保卫国家安全
2016年12月	总部位于中国的福建宏芯基金	德国芯片生产商爱思强	巴拉克奥巴马	保卫国家安全——存在将美国军方数据转移给中国收购方的潜在风险
2017年9月	具有中资背景的私募股权投资公司Canyon Bridge Capital Partners Inc.	美国莱迪思半导体公司	唐纳德特朗普	保卫国家安全——存在将美方知识产权转移给中国收购方的潜在风险
2018年3月	博通公司	高通公司	唐纳德特朗普	保卫国家安全——或将推动中国公司华为在5G领域抢占领先地位

资料来源：联邦公报，亚洲公司治理协会研究

类似的例子还有，由于美国外国投资委员会的反对，中国投资公司金沙江于2016年1月宣布未能完成对于荷兰皇家飞利浦公司旗下子公司Lumileds80%股份的收购。其后，德国政府于2016年10月撤回对中国福建宏芯基金收购芯片生产商爱思强的批准，要求对交易进行重新审查。随后美国前总统奥巴马以保卫国家安全为由禁止了这项交易，福建宏芯基金也随即宣布放弃此次收购。

需要注意的是，越来越多的外资收购交易不再单单是出于国家安全理由被禁，也是为了保护本

国尖端技术的领先地位。这一趋势在英国和欧洲其他国家同样明显。2017年，德国修改了对外贸易相关法规，允许官方对非欧盟企业收购德国企业25%以上股权且可能危害公共秩序或安全的交易进行审查。2018年3月，英国政府也宣布扩大对外来投资交易的调查范围，除了与军用技术和军民两用技术相关的领域，还将涵盖计算机硬件和量子技术等行业。法国政府同样正在准备扩大对外来投资的调查范围，计划覆盖人工智能、能源供应、交通、电信和公共卫生等行业。据了解，中国企业或个人收购所带来的潜在威胁是上述每一个政策变化背后的重要驱动因素。

对境外并购交易的禁止理由正在从传统意义上的保卫国家安全延伸到保护尖端技术发展

总而言之，虽然国企在境外的并购交易通常事先已与监管部门进行了充分沟通，甚至预先取得了监管部门的批准，但依然要承担政策变化导致的不确定性风险。由于私营企业与监管部门进行非正式预先沟通的机会通常相对较小，其面临的监管风险也就相对更高。随着银行信贷和外汇管制政策的逐步收紧，资金风险也将成为那些希望“走出去”的中国企业一个不可忽视的风险因素。另外，中国企业在对境外收购交易进行估值的时候，也应该将近期全球对外来投资的管控都在不断收紧这一趋势考虑在内。从长期来看，中国公司如果想要继续走国际化路线，还需要在企业文化、公司治理及技术水平等方面与国际大公司进一步缩短差距。

挑战：收购规则下的阴霾

除了上文所述的政策、法律和金融等因素外，中国的并购市场在很大程度上也受到了收购规则的影响。对于公司控制权的限制似乎最能体现这一点。虽然中国大多数上市公司的股权结构仍然高度集中，并非发展敌意收购的有利因素，但从2013年起，仍出现了数十起以取得上市公司控制权为目的的敌意收购。不过，迄今成功的案例仅有一例，这其中的主要原因就是中国现行的收购监管框架。

要约收购范围受限

中国内地的收购规则在字面上与英国和香港存在一些相似之处。证券法与《上市公司收购管理办法》规定，如果收购者个人持有或与他人共同持有某一上市公司30%中国以上的股份，则有义务发起要约收购。[13]但与英国和香港规定的不同之处在于，中国内地并未强制要求收购者向目标公司发起全面要约。收购者持有的股份如果已经达到30%并希望继续增持的，可以收购不低于5%的股份。同时，证监会还提供了各种例外的情形，其中包括如经批准可以豁免收购者的强制要约收购义务。

不清晰的规则

同时，中国法律中设有“不干预”的规定，要求董事会不得干预任何收购。[14] 该法律规定，在要约收购的公告发布后，除非股东大会批准，否则公司不得采取修改章程、寻找白衣骑士、出售公司资产或其他反收购防御措施。但该项法律也可以解释为，如果敌意收购者还没有公布具体的要约收购方案，或要约收购公告尚未发布之前，目标公司是可以采取防御措施抵制收购的。

地位模糊的股东会

股东会是中国法律规定的最高决策机构，拥有批准资本增加、董事薪酬、债券发行或者大规模资产交易等正式权力。[15] 但是实际上这一设定往往更有利于控股股东：虽然证监会2004年试行了一些针对中小股东的新投票权[16]，但有关是否采取收购防御措施的投票仍然是由所有股东参与的。因此，股东会在实际操作中并不能阻止那些没有从所有股东整体利益出发的防御措施。而在股权较为分散的上市公司中，管理层又往往无法依靠股东会来获得支持，因此能用以自卫的工具少之又少。

第二个问题是，中国的公司法并没有规定股东大会出席人数的最低比例。即便某些事项属于绝对多数条款（需要已投选票的三分之二赞成方能通过），但只要股东大会的出席比例较低，有些损害中小股东利益的防御措施就还是可以获得通过。据公开数据统计，2016年所有深圳主板上市公司股东大会的投票比例中位数是43%。看起来这一比例并不低，但是要知道这其中通常已经包括了大股东的投票，而一般最大的股东就持有公司至少30%的股份。因此，中小股东在股东会上的投票参与程度其实很低。

此外，某些上市公司控股股东所采取的“新奇”防御手段，也使得中国资本市场中反收购的情况变得愈加复杂。一些公司的控股股东甚至为了自保，单方面地修改公司章程，如下所述。

“野蛮”章程

中国上市公司管理层发明出一种抵御所谓“野蛮人”的新方法，即通过修改公司章程来增加敌意收购的难度。博雅生物制药集团（深交所上市公司，前身为江西博雅生物制药有限公司）便是其中一例。

博雅修改了公司章程的第83条，要求任何拟取得公司5%及以上股权的收购方在3天内向公司披露这一信息，包括其日后的收购计划。收购方若想继续增持，必须经过股东会同意，否则任何增持都将被视为敌意收购，收购方董事和监事的提名权和特别股东大会的召集权都将被剥夺。

有意思的是，据深交所网站显示，这一“野蛮”条款竟然是2013年10月新写入该公司章程的[17]，也就是万宝之争开始之前将近两年。而在其2018年4月更新的最新版章程中，该条款依然存在。[18]

所幸的是，上海一家法院最近驳回了此类防御战术的使用。2018年5月10日，上海市奉贤区人民法院宣布了对中证中小投资者服务中心（简称“投服中心”）诉上海海利生物技术有限公司（上交所上市公司）一案的裁决。此前，投服中心就海利公司章程中的一项条款对该公司提起诉讼。该条款规定，“只有持有公司股票连续90天及以上的投资者才能参与董事选举的投票”。法院最终裁定，按照公司法规定，股东对于公司董事提名权或投票权的行使没有任何附加的限制条件，因此海利公司章程中的相关条款内容应认定无效。[19]

投服中心是一家总部位于上海的公众投资者服务机构，2014年12月成立。该中心直接受证监会管辖，是中国约3500家上市公司的股东。截至2018年5月，该服务中心为保护股东利益已经向各上市公司提起10起支持诉讼案件，上述海利案便是其中的首例。投服中心认为海利案的胜诉具有标志性意义，是第一次在中国的司法体系下就公司章程中的反收购条款做出法律裁决，有望成为日后同类型案件的判例。

最常用的防御手段——停牌

另一个中国上市公司常用的反收购利器是申请停牌。一旦公司内部人士察觉到可能会动摇自身控制权的威胁后，他们通常会选择立即申请停牌。停牌后，中小股东会失去出售所持股票的机会，而敌意收购方则无法继续增持公司股票。停牌会直接造成投资人的流动性风险和无法预计的连带损失。不过好消息是，对于2018年6月以后被纳入MSCI明晟新兴市场指数的A股公司而言，这个方法的使用将受到限制：明晟公司已经表示，任何股票停牌连续超过50天的公司都将被剔除出该指数。

造成上述问题的原因之一是历史上不论是证券法还是相关法规都从来没有对停牌理由或者期限做出过清晰明确的规定。在经历了2015年6月的股灾之后，公司停牌一度非常普遍。有鉴于此，上交所与深交所联合制定了《上市公司停复牌业务备忘录》，明确规定了上市公司可以因重大事项停牌的最长时间，并且要求上市公司不得滥用停牌机制来损害股东的知情权与交易权。然而，上述规定的执行主要还是以自律原则为基础，无法给市场提供充分的保障，或者彻底消除这种寻租行为。

公司内部人士一旦察觉到自己的控制权受到威胁，通常会选择立即申请停牌，股票市场的流动性因此大大受损

无视法律

甚至还有其他的一些反收购措施明显是与公司法直接相悖的。例如，管理层“掘壕自保”：延长董事任期、拒绝执行中小股东的提案、限制股东的投票权等。由于公众对于司法体系整体缺乏信心，因此在大多数情况下并没有选择充分行使自身权利，反对这些非法行为。而这反过来又导致法院和监管机构缺少空间或者动机来采取执法行动。

上市公司的管理层经常把公司法玩弄于他们的股掌之间，做出最有利于自己的解释，有时候甚至会选择无视公司法

2014年发生的一起案例恰恰说明了这些问题。上交所上市的上海新黄浦置业有限公司的董事擅自延长任期，并三次拒绝敌意收购方召开临时股东大会改选董事会的提案。董事会拒绝的理由只有一句轻描淡写的“时机尚未成熟”。但是面对这一公然违反公司法的行为，意图敌意收购的股东并未提起诉讼，只是于2015年年中将所持股份全部出清。[20]

在从2013年9月开始的另一起涉及两家深圳私营企业的案例中，非上市公司京基集团试图收购上市公司康达尔，但康达尔的董事会却拒绝承认京基集团的投票权。虽然法院已经判决康达尔董事会的这一决议无效，[21] 但其董事会仍然拒绝更正前次股东大会的决议或重新召开股东大会。也就是说，法院的判决毫无意义，而深交所也只能对该公司反复发出关注函——截至2016年9月总共发出了14封。[22] 尽管如此，似乎事态的发展依然对康达尔不利：2018年4月，该公司宣布将无法按时发布2017年的年度报告，并自5月2日起开始停牌。[23]

在部分收购案例中，敌意收购方可能无视其根据证券法和《上市公司收购管理办法》规定须披露足量股权（5%及以上）的义务。证券法规定，在此类行为改正前收购方不得行使其表决权。[24] 但“改正”的意思是收购方需要出售所持全部股份，还是只需要补发公告即可，以及违反这项义务是否构成进一步收购上市公司被禁止的重大违法行为，法院的意见并不统一。例如，在东方银星的控制权争夺案中，河南省一家法院于2016年3月裁决支持目标公司的意见，认为大股东在未履行披露义务之前不得行使股东权利。[25] 但在康达尔一案中，深圳一家法院2018年2月的裁决则认为未能履行披露义务并不影响收购方行使其股东权利。[26]

总之，在敌意收购的案例中，目前的监管漏洞和执法缺位都在很大程度上帮助了目标公司的管理层进行防御。不想遵守规则的公司只需紧闭大门，拒绝承认或允许中小股东行使权利即可。

政府干预

在一些敌意收购的控制权争夺案例中也不难看到中国政府的身影。政府的介入有时候是出于对敌意收购方的不信任，有时候则是出于帮助公司驱赶“野蛮人”的好意。在这类案例中，目标公司的内部人士往往积极寻求政府的支持和帮助。比如在万宝之争中，中央和地方政府一方面对收购方宝能集团进行了处罚和谴责，另一方面积极促成华润、恒大等股东将持有的股权转让给万科的白衣骑士，深圳地铁集团（请见本报告第6.3章的万科案例分析）。

政府干预的另一种形式是直接参与敌意收购交易谈判。2017年5月，一家由广州市政府所有的金融公司广州产业投资基金管理有限公司（简称“广州基金”）对上交所上市公司爱建集团发起要约收购，欲收购后者30%股权，成为其控股股东。然而在发布要约收购公告后，广州基金突然撤回要约，改为收购爱建集团7.3%的股权，成为其第三大股东。这背后的原因是，上海市国资委与广州市政府通过一系列磋商，最终为了加强穗沪双方的合作，“以两地的大局为重”，达成了和解。广州基金同意修改要约，而上海方面则承诺给予其一个董事会席位。[27]

结论与建议

撇开上述问题，需要记住一点，中国针对敌意收购的监管框架是直到21世纪之初才确立的，目前仍然处于起步阶段。那么今后将如何发展？我们的观察和建议如下：

股东会的保护作用仍将薄弱

在英国和其他一些发达市场，股东会在裁决收购议案的时候会起到主要作用。但是我们认为，在可见的未来中国公司的股东会都不太可能做到这一点，原因如下：

对于股权集中的公司来说，控股股东的意愿可以轻易左右股东会的表决结果，而缺少活跃的机构投资者群体则意味着，任何反收购措施都只可能更有利于控股股东而非所有股东。对于股权相对分散的公司来说，管理层通常不愿选择通过股东会来批准防御措施，例如引入白衣骑士，因为这很可能会被持有更大股权比例的敌意收购方直接驳回。比如在万科的案例中，董事会自我防御的空间就非常有限，导致万科最终选择成为一家由深圳市政府间接控制的企业。事实上，在万科一案中，控制权的争夺其实从未提交给股东会裁决，这可能就是因为万科的管理层对股东会的表决结果缺乏信任。

无论是对于股权集中还是股权分散的公司来说，目前在中国市场，股东会在并购交易中能对股东起到的保护作用还远没有达到预期

证券市场由个人投资者主导是中国面临的另一个挑战。[28]截至2018年3月底，中国共有1.375亿个人投资者。根据上交所2017年统计年鉴，[29]自然人投资者所持账户在2016年全年账户总数中占99.79%，而其交易额的绝对值（包括购买额和出售额），则占到总额的85.62%。相比之下，机构投资者的交易额仅占12.21%。不过，虽然个人投资者的交易额占比很高，其持股的总价值仅占市场价值的23.70%。

由于中国大多数个人投资者的投资期限主要还是以短期为主，几乎不太可能寄希望于通过参与股东会进行投票来决定一家上市公司的战略方向，而且他们之中的大多数也不太可能拥有必要的知识和经验来做出这类决定。另外，中国的机构投资者也变得越来越短视。相比之下，英国的机构投资者拥有强大的影响力。他们在市场中的持股占比远远超过个人投资者，更重要的是，他们有能力对收购议案做出更专业的判断。

行使投票表决权

话虽如此，中国的投资者们，尤其是机构投资者，有必要更加积极主动地行使自己的投票权，并对此进行披露。人们普遍认为，扩大机构投资者的基数将对中国市场的发展有利。但如果机构投资者像个人投资者那样，只会追求短期回报而对公司治理和投票表决的相关议题不闻不问的话，这种效果即使有，也会大大削弱。实际上，目前在中国想要推动“责任投资”，最重要的是要求投资机构更多地从战略角度去思考和行动，并且用更长远的目光看待自己在资本市场的作用。这可能也会给个人投资者带来额外收获，因为他们有时需要依靠机构投资者来确定行动的方向。

两轮独立投票制

鉴于公司股权集中问题在中国的盛行，一个可能适用于中国的投票制度是“两轮投票制”。即针对某些决议，公司需要举行两轮投票：一轮面向所有股东，还有一轮只面向独立股东，而决议只有在两轮投票都得到超过半数赞成票的情况下才能通过。如果这项制度能与强有力的利益冲突规避规则相结合，确保参与投票的都是真正独立的股东，那么股权相对分散的公司也许会更愿意将收购议案提交给股东会表决。因为在这种制度下，控股股东和敌意收购方都将不得不自行回避第二轮投票。

加强沟通

公司和股东之间应该保持定期沟通，而不是等收购方已经上门了才来寻求股东的支持，因为那时通常只能亡羊补牢。股东需要对所投公司有充分的了解，才有可能对收购议案做出经过深思熟虑的决定。而持续的沟通也将有利于公司的管理层更好地了解和（如果可能的话）信任股东。

澄清旧规

中国的立法者、司法者和监管者应更加重视法律制定与执行之间的鸿沟。这种鸿沟的形成一部分是由于立法文义不可避免的模糊性，例如对证券法第213条“改正前不得行使表决权”的解释；还有一部分是由于立法的粗疏和错漏，例如对于股东大会最低出席比例要求的缺失。另外，有些规则也会被公司管理层滥用以防御收购，例如股票的长期停牌。

正本清源

中国想要设计行之有效的收购管理机制，首先需要回答一个问题：立法者和监管者对敌意收购的态度到底是疏还是堵？在国际上，公司控制权市场一直以来都被认为是降低代理成本的重要外部约束机制，客观上对公司管理层起到了优胜劣汰的作用。而敌意收购虽然有时不受欢迎，但世界上主要的发达市场均正视和肯定其对提高公司治理水平所起到的积极作用。但在中国，不论是监管者、上市公司还是社会公众对敌意收购的态度依然较为谨慎甚至消极。这或许是中国在收购监管上需要克服的首要问题。事实上，“敌意”一词的使用本身就容易在改变公司控制权的相关讨论中植入偏见。其实所谓敌意收购不过是“不请自来”的收购方发起的收购。不能否认的是，在一些情况下，敌意收购方或者其指派的管理人员的确能比当前的管理层更好地经营公司，尤其是当后者的表现已经差强人意，无法满足广大股东的期望时。

尾注

1 《中国证监会行政处罚决定书》，〔2014年〕104号。请参阅：http://www.csrc.gov.cn/zjhpublic/G00306212/201504/t20150403_274636.htm

2 证监会，《上市公司收购管理办法》（2014年），第40条

3 中伦律师事务所，“新版自贸区负面清单发布，外商投资迎来新机遇”，2017年6月29日。请参阅：http://www.zhonglun.com/Content/2017/06-29/1140434232.html

4 中国人民银行，“易纲行长在博鳌亚洲论坛宣布进一步扩大金融业对外开放的具体措施和时间表”，2018年4月11日。请参阅：http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3517821/index.html

5 《公司法》第37条

6 《中外合资经营企业法》第6条

7 《中外合资经营企业法实施条例》第 34条

8 商务部、国家统计局、国家外汇管理局联合发布《2015年度中国对外直接投资统计公报》，2016年9月22日

9 财新网，“保监会或否决安邦两笔海外并购”，2016年3月22日

10 国务院，《国务院办公厅转发国家发展改革委商务部人民银行外交部关于进一步引导和规范境外投资方向指导意见的通知》，国办发[2017]74号，2017年8月4日起生效。请参阅：http://www.gov.cn/zhengce/content/2017-08/18/content_5218665.htm

11 《上海证券报》，规模最大海外并购尘埃落定 中国化工收购先正达完成股份交割，2017年6月9日

12 国家发展和改革委员会，《境外投资项目核准和备案管理办法》（2014），发改委[2014]9号，2014年5月8日起生效，2018年3月1日失效。商务部，《境外投资管理办法》，商务部[2014]3号令，2014年10月6日起生效。国家发展和改革委员会，《企业境外投资管理办法》，发改委[2017]11号，2018年3月1日起生效。

13 《证券法》（2014）第88条、《上市公司收购管理办法》（2014）第24条

14 证监会，《上市公司收购管理办法》（2014）第33条

15 《公司法》第37、39、121条

16 证监会于2004年发布通知，规定某些重大交易，如增发新股以及收购溢价达到或超过20%的资产重组，需要所有股东和公众股东所持表决权的半数以上通过。在中国内地目前还没有只要求中小股东投票的决议。请参阅：http://www.lawinfochina.com/display.aspx?lib=law&id=3830&CGid=

17 博雅，2013年公司章程条款修正。请参阅：http://disclosure.szse.cn/finalpage/2013-10-17/63162057.PDF

18 博雅，2018年公司章程条款修正。请参阅：http://disclosure.szse.cn/finalpage/2018-04-26/1204793449.PDF

19 投服中心微信公众号，投服中心首例股东诉讼获胜， 2018年5月11日。请参阅：https://mp.weixin.qq.com/s/1jMrLXZZ27WfMHom9PVsmQ

20 《每日经济新闻》，中科创三度提请召开新黄浦股东大会，2016年7月16日

21 公司公告，2016年12月13日。请参阅：http://disclosure.szse.cn/finalpage/2016-12-13/1202870921.PDF

22 新浪网，“京基与康达尔收购战陷僵局：三大细节曝光 监管连发14份关注函”，2016年9月21日。请参阅：http://finance.sina.com.cn/stock/2016-09-21/doc-ifxvyqwa3672348.shtml

23 新浪网，“康达尔股权之争5年无果 股东大会掐架表决或年报难产”，2018年4月27日。请参阅：http://stock.jrj.com.cn/2018/04/27025524459658.shtml

24 《证券法》第213条

25 新浪网，“河南东方银星投资股份有限公司关于诉讼结果的公告”，2017年1月24日。请参阅：https://finance.sina.cn/2017-01-24/detail-ifxzunxf1916357.d.html?wm=3049_0015

26 新浪网，“法院裁定康达尔不得剥夺京基集团表决权”，2018年2月10日。请参阅：http://finance.sina.com.cn/stock/s/2018-02-10/doc-ifyrkzqr1039229.shtml

27 财新网，“爱建集团之争结局：以和为贵”，2017年7月19日

28 中国证券登记结算公司2018年3月统计月报

29 上海证券交易所统计年鉴（2017）

专访——如何提高并购治理水平

Vincent Poizat
东京德勤会计师事务所高级经理、风险顾问

造成中国公司海外并购交易出现价值破坏的主要原因有哪些?

在具体分析中国公司的情况之前，我们首先需要对所有并购交易中价值破坏的情况有所了解。要做到这一点，我们可以从世界上和历史上两个维度来对这个问题进行分析。

并购交易无法创造预期价值其实可以说是一个全球性问题，且由来已久。几十年前的研究结论基本上都同意并购交易的成功率（即为股东带来价值增长）为30%，而失败率（为股东带来价值破坏）高达40%，其余的几乎没有为股东带来价值变化。令人担忧的是，尽管估值技术、尽调水平和整体规划等并购工具已经在过去这段时间得到了很大的改进，但并购交易的结果在总体上来说并未得到改善。造成这一情况的部分原因是，虽然发达市场中某些此前臭名昭著的收购者已经有所收敛，但是现在全球并购市场中充斥着大量经验不足的收购者，尤其是那些来自中国、韩国和日本等亚洲国家的。另一个原因是决策流程的关键性——即便尽力改善了并购工具，可如果在决策制定的过程中没能整合所有资源，交易的最终结果往往还是会不理想。因此对并购流程的治理其实是一个很重要而且很普遍的问题，尤其是对那些缺少并购经验而且公司治理相对不成熟的公司而言，其中包括许多中国内地公司。

除此之外，在并购交易的价值破坏问题上很少被提到的一个方面是交易成交之前的失败率。学术界的研究通常只是将最终成交的并购交易所造成的价值破坏纳入研究范围，但其实我们还应该看到大量的、没有带来成果的努力，比如被竞争对手抢先或者直接成交失败的交易。要知道所有这些也都会附带造成价值破坏的机会成本和战略成本，包括分手费等等。而这一点其实在近期与中国内地的公司尤为相关，因为国际市场上的卖方越来越多地质疑它们完成交易的能力，因此增加了分手费的使用频率和比例（有时高达交易额的10%）。所以，总的来说并购交易的情况不算乐观，但是很难准确得说究竟有多少造成了价值破坏，不论是在中国还是其他地方。尽管如此，我们还是可以发现一些通常会导致价值损失，或者最后贱卖退出的重大的、可见的危险信号。

中国内地公司进行的并购交易失败的主要原因包括：

原因1：尽职调查不充分

尽职调查是交易成功的关键所在：对收购目标的不了解，不仅会造成定价的不合理，也说明收购方将没有能力对目标进行事后管理。虽然说起来大家都知道不能为差的尽调找借口，但实际上要做到这一点远没有那么容易。好的尽调必须重点明确，管理得当，而且必须确保调查的结果会在日后纳入决策制定的考虑范围。所以这里我们讨论的其实还是如何对并购流程进行治理的问题，但只有少数企业能正确认识到这一点。

好的尽调需要深入了解目标公司的市场和风险情况，包括监管、会计、劳工法等等，而中国公司有时候在这方面做得还不到位。有效开展尽调要求收购方与目标公司进行充分的沟通，而这对于不同文化背景下的公司而言从来都不是易事。此外，将尽调的结果纳入决策制定，其实是要求公司在开展并购谈判的过程中融入风险管理，而中国公司在这方面也比较薄弱（不过事实上不仅是中国公司）。并购谈判的进程经常出人意料地被动，而不是预期中的具有主动性或者前瞻性。另一个导致问题复杂化的因素是尽调可用的数据和质量经常不尽如人意，这一点在对新兴国家和某些领域（比如自然资源）的投资中尤为明显。而中国企业自身远不如西方企业的透明度可能也会导致它们无法准确地对目标公司做出数据质量方面的要求。

原因2：出价过高

这里也许你又会说，如果公司在并购交易中出价错误，不应寻找任何借口，因为如何估值其实在很多书本中都已经说得非常清楚。当然，实际操作中估值的确比书本上的要难得多，但这一现实并不单是针对来自中国的收购者，所以造成他们出价过高的原因到底是什么？这里有几种解释，但归根究底还是并购流程的治理不当导致的，包括政治因素的干扰、不计成本的收购、谈判中的挥霍、假公济私、或者对协同效应和公司前景过分乐观的假设等。实际上，收购者在交易中永远可以对自己的假设进行调整，将支付的高价合理化。因此，定价过程必须严格按照市场

上的最佳规范。定价结果应该根据充足的信息得出，并由有资质且负责任的第三方机构批准。而这些可以说目前大多数的中国公司都还无法完全做到。

造成出价过高的另一个原因是公司战略的不同：成熟企业进行收购通常是为了将自身的专业技术引入其他市场，或者是为了与自身已有的技术互补，但是新兴市场的企业经常会选择进入对自己来说全新的领域。（注：矿业热就是其中颇具代表性的一例。首先是中国的经济政策创造了大宗商品进口的繁荣，推高了海外矿产的估值，最后导致中国企业的收购定价过高。）很多中国企业的并购策略并非立足于获得资源本身，而是一种野心的展现，因此常常更难量化所得的收益。

这里我想说，可能有点偏题，不过很重要的一点是，中国公司的管理层经常不知道应该如何正确地使用并购顾问。他们要么是不听取顾问的建议，要么拒绝将顾问的利益与他们自身的利益联系起来，或者根本不使用顾问，而是依靠经验不足的“朋友”来扮演中介的角色开展交易的筹备和执行工作。与并购顾问建立良好关系的基础是一个长期的伙伴关系，而这种观念可以说在整个亚洲都还没有普及。亚洲公司通常只会在有交易需要的时候才雇佣顾问，一旦交易结束，雇佣关系也就此结束。

原因3：未能实现价值

这在一定程度上与上述原因有关。如果收购方在交易的时候没有充分了解目标，以至于定价不合理，那么很有可能在收购完成后，他们也无法很好地管理收购来的公司。例如，如果在交易定价的时候就没有对协同效应进行有效的评估，那么可想而知，交易完成后想要发挥这种效应也将会非常困难。在并购的过程中没有足够的关注如何与目标公司进行整合是一个主要问题。中国的公司在经营海外业务时，由于国家和企业文化的差异，通常都处于劣势。过去发生过的文化冲突严重的例子已经不胜枚举，我相信中国公司也在慢慢从中吸取教训。在对附属企业管理的问题上，不同文化下面临的挑战也不尽相同。一些公司过于置之不理，而另一些则事事都要过问（比如中国）。想要达到一个合理的平衡并不容易，但是企业其实可以寻求帮助。

以上便是并购交易造成价值破坏的前三大原因。如前所述，这些原因相互关联，且经常会产生雪球效应。这些问题的根源在于：首先，一个本身不以创造价值为导向的战略；其次，知识和信息的匮乏，外加文化差异；再次，缺少对整个并购流程（包括整合）的全面监管；最后，中国公司本身的低透明度影响了他们对数据收集和尽调期间沟通的态度，以及他们的谈判风格和策略。中国的公司往往不相信双赢的存在，因此有时候谈判会出现不公平或意料之外的情况，包括在有法律约束力的要约关闭期间资金才到位（导致交易面临重新谈判或者资金一直无法确定的情况）。所有上述原因，加上对资本流动的新限制，以及普遍认为的、法律资源缺失的背景，都会对中国内地公司作为收购方的声誉产生负面影响。

另一个主要问题是中国的收购者往往要等到最后一刻才会确保他们的投标资金到位。有些卖家愿意接受这种做法，只是单纯因为中国收购者的出价具有吸引力。但是如果收购方在之后不能履行协议，卖家想要在当地法院解决这类跨境诉讼的难度将非常大，因此很可能最后除了一点微薄的分手费之外一无所获。这进一步损害了中国收购者的信用度，使他们想要以合理的价格来赢得投标的难度更大，因为现在的售价中还包含用于补偿这类风险的溢价，而这又进一步增加了收购者的融资难度。这种恶性循环其实对许多表现良好的中国收购者来说非常不公平。而想要跳出这种循环的唯一途径是让部分中国公司改变他们的行为模式，遵循规范的并购和融资流程，只有这样才有可能重塑中国公司在海外并购市场中的声誉。

公司在进行并购交易时最容易面临或忽视的风险有哪些？如何规避？

并购交易是高风险的，但实际上很少有公司真正具备妥善管理并购风险的能力。多数公司顶多是能够意识到与收购目标有关的风险，然后认为尽调足以识别和评估这些风险，并且在之后的谈判中试图减轻这些风险。但我认为其实一共有三层风险，而目标风险只是其中的一层。

目标风险的性质取决于目标公司本身及其所属的行业和市场：财务、法律或其他方面的因素都可能有影响，这个并没有一般规则。然而，文化兼容性（或其缺失）却是一个非常关键但往往没有得到重视的问题。有一些例子是中国的收购者在交易之前设想他们可以用国内的方式来运营目标公司，但是直到交易完成后才意识到外国在工作和生活各方面文化的不同。导致他们在交易之前所做的估值与实际情况相去甚远。例如，“关系”对于在中国做生意的公司来说非常重

要，尤其是与地方政府和监管机构之间的，但在西方市场，“关系”并不能轻易被转化为实际价值。

当我们研究交易执行风险的时候，事情就变得更加有趣了。最佳并购实践是存在的，但是大多数经验不足的收购者却往往选择对它们视而不见。要知道，当你选择走捷径而忽视最佳实践的时候，你的风险就会大大增加。比如前面说过的，如果收购者对协同效应的评估不够充分，就会面临出价过高以及在交易后无法实现价值的风险。因此，我们研究出了大约250个并购交易中的最佳实践及其相应的执行风险，用来帮助指导企业减轻和监测执行风险（部分节选请见下文）。

第三层是战略风险。有时候为了某些特定的目标种类而进行的并购交易本身就已经注定了高风险。比如，如果你想收购一个铜矿，而此时正值铜价最高的时候，并且全世界的冶炼公司都在做这件事情，那么你就应该知道这个时候出价过高的风险很大。或者如果你的投资标准不切实际，那么有可能几年也无法完成一笔交易。又或者如果投资标准过于宽泛，那么在做决定之前可能需要花费很长的时间审阅所有可能的机会。

执行风险和战略风险主要取决于收购方本身及其所属的行业，很难总结说有哪些事情是必须要注意的，但确实存在一些经常遇到的问题，比如出价过高、整合进程不流畅、不迅速，或者无法通过良好的管理来获取子公司的利益等。

要规避上述问题，每家公司首先应该根据自身的特点和所处的环境识别面临的具体风险。然后，公司应该根据自身的情况执行相应的交易审查和批准流程。其中交易审查应该重点关注战略协调性和风险管理两个方面。批准流程则应该包括监测公司特有的、与审查流程（包括已完成和未完成的）或与交易（目标风险、提案风险、风险偏好框架的影响等）相关的主要风险。交易审查应当基于明确的信息指导原则，并由有能力的人执行。交易批准应该是系统性的，以交易审查和明确的投资标准为基础。总体来说，中国公司一般都缺少上述流程。

董事会的多样性与并购交易的价值创造之间是否存在关联？这是否也是造成中国公司并购交易失败率高的原因之一？

要回答这个问题，我们需要讨论董事会的质量，包括多样性。交易的审查和批准当然必须由有能力的人来执行，同时公司本身的文化也需要是鼓励讨论和向管理层提出质疑的。在许多国家，包括中国，我们发现董事会主要存在以下三大问题：

由于历史原因，许多公司的董事会缺乏跨境并购的经验。它们之中有的是缺乏并购经验，有的是缺乏国际业务的经验，但更常两者皆是。我们曾经试图帮助一些董事会开展并购治理的专项培训，但是其实它们真正需要的是吸纳更多拥有国际经验和熟悉并购业务的成员。

董事会成员的经历总是过于一致，而且独立董事的数量太少。再加上董事会成员之间普遍的长期关系，导致许多董事会在面对交易提案时通常只有一种意见。而众所周知，一流的收购公司的董事会往往是多样化的，以便在面对交易的时候收集来自各方的意见。并购交易是复杂的，需要考虑的因素经常超出简单的业务和财务范畴（比如法律、社会、文化、人力资源等方面）。如果董事会里的成员本身就对解决不同的问题在行或者敏感，那对增加并购交易的价值肯定是非常有利的。

董事会或其下属的专业委员会里面鲜少有建设性的讨论。这个问题很复杂，有时候还与文化紧密相关。有的公司阶级观念非常严重，由权力很大的首席执行官或很有影响力的股东领导和控制，而董事们更多的是将自己的职位视为一种荣誉的象征，而不是一份需要履行的职责。常常见到的情况是，当一个交易的提案被拿到董事会讨论时，批准与否其实只是走一个流程，因为董事们会自动与董事会中最有权力的那个人保持统一战线。此外，有些董事会的成员过多也是扼杀讨论的另一个因素。

所以，如果说要简单地回答这个问题，那么我的答案是肯定的，董事会的多样性会给收购交易的价值增加带来极大的助益。但是，多样性指的应该是视角的多元化和汇集拥有各种技能的人才，而不仅仅只是象征性地在董事会里安排一个外国人或者一名女性。要真正的让董事会的多样性得到发挥，更重要的是要在董事会里创造一个开放和鼓励讨论的环境。

并购交易最佳实践（节选）

1. 交易策略的制定

并购交易策略的制定应该由一个精心组建的团队完成。团队成员必须内部资源丰富，且富有洞见，这样才有可能实现明确的预期效益，形成互补。团队的目标不光是制定有用的投资标准，还应该将风险、流程、团队建设、完成目标的明确定义、获取同等效益的备选方案（无论是否有关联）以及何时对并购策略进行修改等等纳入考量。

2. 交易发起阶段

目标的范围应该具体但不僵化，要能够反映市场现状，并设想各种可行的交易结构。确定目标时应该考虑到市场调研中发现的潜在阻碍和风险。目标的搜索应该尽可能详尽和高效，并以专业且道德的方式充分利用第三方；交易渠道要能反映出市场现状和收购者的战略方案；交易发起时应该就个案情况考虑如何平衡战略和投机两个方面的目的。此外，交易触发点的设置必须明确，以推动交易从调研阶段过渡至发起阶段，并以谨慎但乐观的态度对待信息不对称的情况。同时，公司内部应该有可以识别和评估潜在目标的专业人员。通常来说，在交易的发起阶段就应该将风险管理考虑在内，以便在接近目标之前就确定下一步的交易审查和批准流程。接近交易目标的方式也应该经过周密的计划，包括其途径、信息、潜在利益冲突以及保密性等要求。

3. 交易启动并过渡到执行阶段

一些后援职能，比如法务，应该在交易初期就纳入计划，且职责范围必须明确。应该建立一个交易团队，而团队的成员组成要平衡技能、经验、交易流程中的角色和责任以及影响力等各方面因素。审批流程应该清晰，以增加交易价值为目标，且与预期时间表保持一致进度。此外，应通过专业高效的甄选程序选出顾问，并确保顾问能够有效地参与整个交易过程。

4. 意向书发放之前的执行阶段

目标的数据收集应覆盖所有重要的战略考量，并随着与目标或卖方进行充分的沟通，根据交易进程适时调整。收集来的数据应可以支持有效的交易审查，以促进要约的形成，包括对利益冲突、议价能力、成交能力、谈判策略和风险管理等因素的评估。定价应该以合理的估值方法为基础，并对协同效应进行尽可能准确的评估和量化，包括如何实现效应价值及其成本。其他考虑因素包括投标策略、交易替代方案及卖方目标等。由此产生的投标应包括清晰的谈判策略、融资策略和尽职调查。这个阶段应该适当地参考第三方及公司内部专家的意见，但同时也需要注意保密。

5. 有约束力的要约形成之前的执行阶段

这一阶段的最佳实践与上条类似，但是需要更加关注细节，并加大与目标或卖方之间的沟通。尽调应关注重点明确，管理有序，而且应确保其结果可供将来决策制定使用。整合团队也应该参与到这一阶段中来，并且其意见应被纳入要约形成前的讨论。获取交易价值的有效方案应该在这一阶段开始制定。定价不仅要更加详细，还要通过全面的减值风险评估、结构考量以及（受担保）融资方式的优化。交易条款和条件应该属于整体风险管理的一部分。相关的披露要求在此阶段也应该有所了解并纳入考量。

6. 签署最终协议及成交阶段

谈判策略应该综合所有谈判事项，包括文化差异，而不仅仅是价格和条款。应制定合理的外部审批策略，加上以兑现最初目标为主导的最终谈判，在此期间进行充分的风险管理。任何确认性的尽调都应与先前的尽调遵循相同标准，并让整合团队慢慢地接手并发挥领导作用。应确保资金的充足性。成交之前，应明确并彻底评估交易的先决条件。整合计划的细节应该合理，并建立在实地考察、监管调查、以及与目标公司的关键员工私下谈话的基础上。

7. 交易完成后的阶段

应积极、谨慎地推进整合，在整合相关谈话中需要特别注意文化差异。制定清晰且务实的进度表，并明确责任分工。此外，必须尽早重新评估协同效应，以便从目标公司的管理人员处获得更为坦率的反馈，并从中获益。重新评估的发现也应被纳入考虑范围，以减轻任何潜在的价值减损。监控过程至关重要，应考虑到文化整合、协调作用及员工的满意度等软性因素。同时，应向负责任且有能力实施整改措施的管理人员进行定期汇报。汇报的内容应该包括交易前和交易中使用过的风险管理手段。最后，还应给予交易成功的团队充分的奖励，组织开展学习活动，以进一步优化今后的交易。

台词

第六章

企业案例分析

6.1 企业案例分析

简介

本章深入探究了5家大型企业的治理结构，其中两家为国有企业，3家为私营企业或混合所有制企业。它们分别是中石化、工商银行、万科、民生银行和腾讯。之所以选取以上5家企业，是因为它们至少都拥有以下几个特征之一：

- 是拥有广泛影响力的大型上市公司；
- 在最近面临一些治理挑战；
- 为其他公司树立了榜样，或者反过来，为其他公司提供了教训。

每个案例分析都梳理了该公司的治理结构，列出了面临的各种治理挑战，并以我们的分析作为结语。

我们认为中石化具有研究价值的原因主要有：作为一家公司治理相对完善的中央企业，中石化一直以来与外国投资者保持着频繁交流，并于2014年率先进行混合所有制结构的试点工作。而且，相较于大多数的国有企业，中石化更加巧妙地完成了党建入章的任务。不过，和其他国有企业一样，中石化也面临着员工薪酬规划方面的限制。目前，中石化旗下的两家子公司正在进行股票期权试点工作。

我们选择工商银行的原因是，该行被认为是中国四大国有银行中治理结构较为完善的，并且在绿色金融方面发挥着行业领军作用。工商银行也是中国为董事会制定绩效考核制度的首批银行之一，并且拥有成熟的风险管理体系。相比中石化，工商银行为了将党建入章而修改的公司章程内容更多也更广，因此也收到了更多的反对票。与其他国有银行类似，工商银行也因为限薪问题正在面临着人员流失所带来的一系列挑战。

过去两三年，由于此前名不见经传的宝能集团（业务涉及保险、房地产等）对其发起的敌意收购，万科一度成为了新闻的焦点。虽然万科最终赢得了这场收购战，但是很难说它是这场战役中真正的赢家。万科分散的股权结构在深圳市国有独资企业深铁集团入主成为其控股股东后发生了巨大的变化。万科的案例凸显了中国公司治理中的诸多问题，包括董事会实践和收购管理规定等。

民生银行是中国少数在全国范围内成功经营的民营银行。民生银行的成功之道主要是通过采取重点发展中小企业——公司中的“丑小鸭”——贷款业务的战略，增强其竞争力，并获得丰厚的利润。然而，民生银行的成功也为其带来了一系列问题：新旧大股东之间不断上演的董事会控制权争夺战，诸多内部控制体系的漏洞，以及个别分行管理人员被爆出的违法行为。面对这些问题，民生银行目前似乎正在努力修复其声誉。

腾讯虽然2004年才在香港上市，但是如今已经跃升为港交所市值最高的公司，甚至遥遥领先排名其后的汇丰银行和建设银行。腾讯旗下的网络游戏、微信通讯和微信支付业务为其带来了巨额收益。然而，市场一直在追问腾讯各种有关其公司治理的问题，而且从公司股东大会中某些决议的反对票比例来看，股东对公司给出的答案似乎并不买账。在中国，腾讯因为游戏成瘾问题正面临着监管风险；在其他市场上，腾讯也很可能需要应对由数据隐私问题带来的隐患。

6.2 中石化：混合监管

简介

中国石油化工集团公司（简称“中石化集团”）是受国务院国资委直接管辖的97家中央企业之一，在中国国有全资企业中具有代表性。中石化集团是中国最大的成品油和石化产品供应商，第二大油气生产商，也是世界第一大炼油公司、第二大化工公司，在2017年《财富》世界500强企业中排名第三。中国的三大石油公司——中石油、中石化和中海油——前两者具有相似的业务模式和发展历程。

中石化集团作为一家国有全资中央企业并没有上市，但由集团主营业务重组后成立的全资子公司——中国石油化工股份有限公司（简称“中石化股份公司”）——是一家上市公司。中石化股份公司是中石化集团于2000年2月25日独家出资成立的股份制企业，2000年在纽约、伦敦和香港三地上市，后于2001年在上海证交所上市。中石化股份公司的主营业务包括石油与天然气勘探开发、管道运输、销售、石油炼制、石化产品的生产和技术研发等。

在中国的国有工业企业中，中石化股份公司被认为拥有较为完善的公司治理结构，一直以来也完全遵守各上市地的法律法规要求。目前，中石化股份公司的所有权结构中，控股股东中石化集团持有大约70.86%的股份，香港发行的H股占到将近21%，其余的公司股东持股比例均低于3%。

值得一提的是，如果算上中石化集团的境外全资子公司中石化盛骏国际投资有限公司通过香港（中央结算）代理人有限公司持有的5.53亿H股，中石化集团持有股份公司的比例就上升到了71.32%。另一个有趣的发现是，2015年中国股灾时参与救市的“国家队”证金公司在2016年到2017年间大幅增持中石化，持股比例从1.54%增长到了2.75%，几乎翻了一倍。

把握战略高地 表 6.1

中石化股份公司的股权结构，2017年末

	持股比例%	
中国石油化工集团公司（中石化集团）	70.86	（国家股）
香港（中央结算）代理人有限公司	20.96	（H股）
包括（占全部H股比例%）:		
贝莱德	*8.94*	
施罗德	*5.01*	
摩根大通	*1.89*	
中国证券金融股份有限公司（“国家队”）	2.75	
香港中央结算有限公司	0.33	（A股）
中央汇金资产管理有限责任公司	0.27	
长江证券股份有限公司	0.07	
中国工商银行—上证50交易型开放式指数证券投资基金	0.07	
交通银行股份有限公司—汇丰晋信大盘股票型证券投资基金	0.06	
国泰君安证券股份有限公司	0.05	
全国社保基金	0.04	

资料来源：中石化2017年报，第6页

从公司治理的角度看，中石化是一个不可多得的案例，原因主要有以下几个方面。中石化是2014年首批启动新型混合所有制改革的试点企业之一，也是一家具有国际视野的央企，对与境外投资者交流一直保持开放态度。近年来，中石化还减少了董事会中拥有政府背景的独立董事的数量。而且其公司治理和可持续发展报告堪称中国企业的典范。作为一家大型国有企业，中石化面临着与工商银行类似的挑战，即其商业战略和模式受国家经济发展规划的影响较大。2017年中期，中石化股份公司按照上级指示修改公司章程，将党组织结构正式写入章程（党建入章）。另外，和大多数中国国企一样，中石化也在如何制定一套更为灵活的薪酬制度来激励员工表现的问题上遇到了瓶颈。

治理结构

中石化公司治理结构的核心组成部分是党组、董事会和监事会。重要的是，中石化集团公司和股份公司的治理结构有着显著的区别。

党组——集团公司

集团公司由党组领导。虽然按照国有企业的相关法规政策，集团公司也设有董事会、监事会（国务院外派监事会，不是企业内部设立）和管理层，但集团公司不设股东大会，股东的监督职权由国资委直接行使。也就是说，国资委履行“出资人职责”，把关日常运营中的重大事项。国资委还通过向集团公司派出外部董事和监事的方式，参与其公司治理。但是，目前国资委也在逐步调整其角色和职能，未来会将部分职权授予集团公司。

集团公司的党组成员与董事会和高级管理层交叉任职。董事会的6名成员中有1人同时也是党组成员，而7名高管中4名是党组成员。

双重治理—1 表 6.2

党组、董事和高管的交叉任职情况，
中石化集团公司，2018年6月

	党组职务	公司职务
王玉普*	书记	
戴厚良	副书记	董事、总经理
李云鹏	副书记	副总经理
马永生	成员	副总经理
凌逸群 刘中云 李勇	-	副总经理
赵东	成员	总会计师
蒋亮平	成员、纪检组组长	-

** 王玉普于2017年9月19日被任命为国家安全生产监督管理总局党组书记。*
资料来源：公司资料

党组——股份公司

中石化股份公司的党组也与董事会的成员有部分重合。2017年的党建入章进一步规范明确了党组和公司董事会的关系：董事会决定公司改革发展方向、主要目标任务及重点工作安排等重大问题时，应事先听取党组织的意见。董事会聘任公司管理人员时，党组织对董事会或总裁提名的人选进行酝酿并提出意见建议，或者向董事会、总裁推荐提名人选。

双重治理—2 表 6.3

党组、董事和高管的交叉任职情况，中石化股份公司，2018年6月

	集团公司/党组任职情况	股份公司职务
戴厚良	董事、总经理、党组副书记	董事长、总裁
李云鹏	副总经理、党组副书记	董事
马永生	副总经理、党组成员	董事、高级副总裁
凌逸群	副总经理	董事、高级副总裁
刘中云	副总经理	董事、高级副总裁
李勇	副总经理	董事
赵东	总会计师、党组成员	监事会主席

资料来源：公司资料

值得注意的是，广义来说，国企中的党组还包括纪检组。纪检组拥有的职权范围比监事会和内部审计部门更宽泛，因为后者通常只关注公司的经营业务和员工的职业表现。但是，党组不仅监管公司各个方面的运营情况，还兼顾党员的个人生活，比如党员干部生活的方方面面都要受到党纪的约束。

董事会——集团公司

根据公司提供的资料，截至2018年6月，中石化集团公司的董事会由6名成员组成，包括一位内部董事、4位外部董事和一位职工董事。外部董事由国资委选聘，占董事会超过半数的席位，使得董事会的决策制定更具客观性。

虽然成立于1998年，但集团公司直到2012年才正式设立董事会，是当时国资委扩大在央企中设立董事会的改革试点范围的成果。尽管集团公司在组建时按照国务院相关法规规范了公司治理结构，但是一开始实行的是总经理负责制，并不需要设立董事会。[1]

2012年董事会成立之后，董事得以按照公司法第46条行使董事权利，基本解决了总经理负责制下决策制定和执行不明确等问题。但是，国资委仍然代行董事会部分职责，例如对重大方案和事项的审批及审核。[2]

董事会——股份公司

2018年5月15日召开2017年度股东大会之后，中石化股份公司的董事会从此前的8名升至11名成员，目前有10名成员（因焦方正董事工作调整辞去相关职务），包括4名执行董事、2名非执行董事和4名独立非执行董事。理论上，董事可以由单独或合并持有公司表决权3%以上的股东提名，但实际上是由国资委和集团公司提名。中石化的独立董事一般拥有经济、金融、投资和学术等方面的背景，有些还曾任大型跨国公司的董事。其中一些比较著名的包括樊纲教授（2015年5月起担任中石化股份公司独立董事），现任中国经济体制改革研究会副会长，兼任北京大学经济学教授，他自上世纪90年代起就是中国著名的经济评论员和公开活动的演讲嘉宾。

2012年，因为政府公开声明反对退休的政府官员担任企业的独立董事，中石化股份公司的董事会中有政府背景的独立董事比例直线下降。中石化历年的年报显示，独立董事中有政府任职经历的比例在前四届董事会中分别高达66.7%、75%、75%和80%。但自2012年以来，没有独立董事拥有政府背景，这意味着公司的董事会正在变得更加专业化。

自2012年以来，中石化的独立董事无一人拥有政府背景，表示公司正在努力实践“政企分开”

直到2018年5月，中石化股份公司才设立了提名委员会，此前这一职能一直是由董事会履行的。之前的做法作为国有企业来说是务实的，因为大型国企的领导人必须满足各种约束条件，并由中组部和国资委审批备案，一般主要由独立董事组成的提名委员会可能无法提供符合党的要求的董事候选人。所以，出于执行顺畅的考量，公司决定由董事会来履行正式的提名职责。但今年，董事会的想法发生了转变，于2018年3月23日批准了提名委员会的设立。

监事会——集团公司

中石化集团公司的监事会由国务院任命，并向国务院负责，代表国家对集团中国有资产的维护和增值进行监督。与名称不太相符的是，监事会实际上主要扮演的是检查和监视的角色（而不是监管），其主要职能包括以下四项：

1. 监视集团公司贯彻执行有关法律、行政法规和规章制度的情况；
2. 检查集团公司财务状况；
3. 监视集团公司的经营效益，利润分配，以及对国有资产的维护、运营和增值等情况；
4. 监视公司负责人的管理行为，并对其表现进行评价，提出奖惩、任免建议[3]。

监事会——股份公司

中石化股份公司的监事会由8名成员组成，其中4名为内部监事（含3名职工监事），其余4名来自集团公司。职工监事的数量符合职工代表监事不少于监事总人数三分之一的规定。[4]

治理挑战

集中的国有股权结构

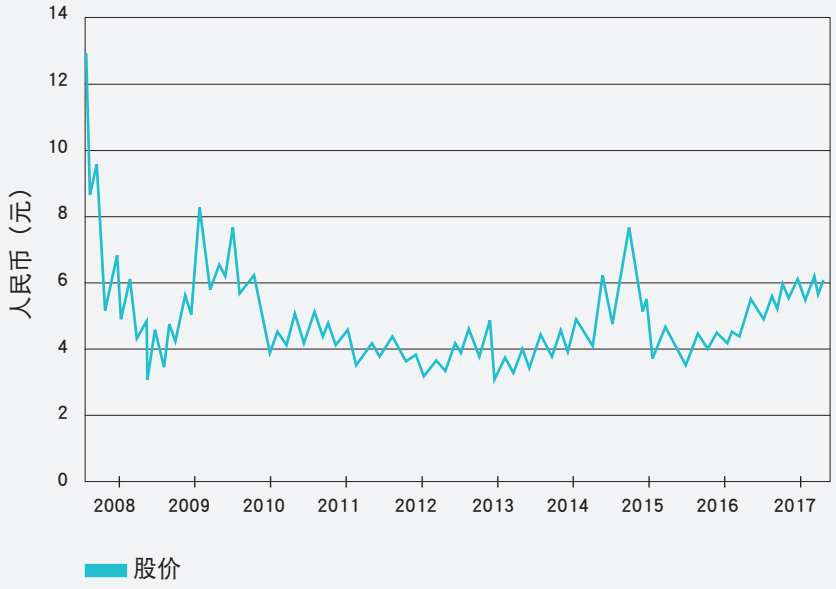
中石化股份公司的控股股东是中石化集团公司，持股比例超过70%。这与英美跨国石油公司分散的股权结构形成了鲜明的对比。比如英国石油公司(BP)的第一大股东持股比例仅为28.31%。

众所周知，在中国，高度集中的股权结构可以导致很多公司治理方面的问题，例如大股东侵害小股东权益等。目前比较常用的解决方案之一是在董事选举时实行“累积投票制”，这至少在理论上可以保护中小股东的权益。在累积投票制中，股东拥有的投票数等于所持股票数乘以应选董事人数。股东可以选择将所有的票投给同一位候选人，也可以分散投票给不同的候选人，最终按照每位候选人获得的票数选出董事。

中石化股东的投资回报如何?

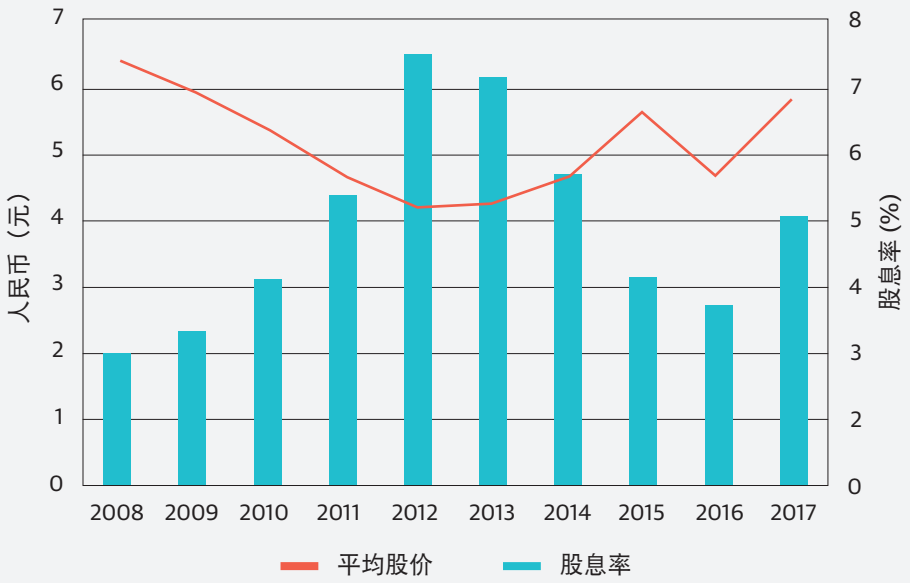
虽然中石化过去5年的派息率均超过40%，2016和2017年还分别高达65%和118%，而且最近一年4.46%的股息率也差强人意，但回顾公司股价过去10年的表现，目前价格还没有回到2008年1月时的高点（请见下图6.1、6.2和6.3）。

2008年1月至2017年12月中石化股份公司股价的表现 图 6.1



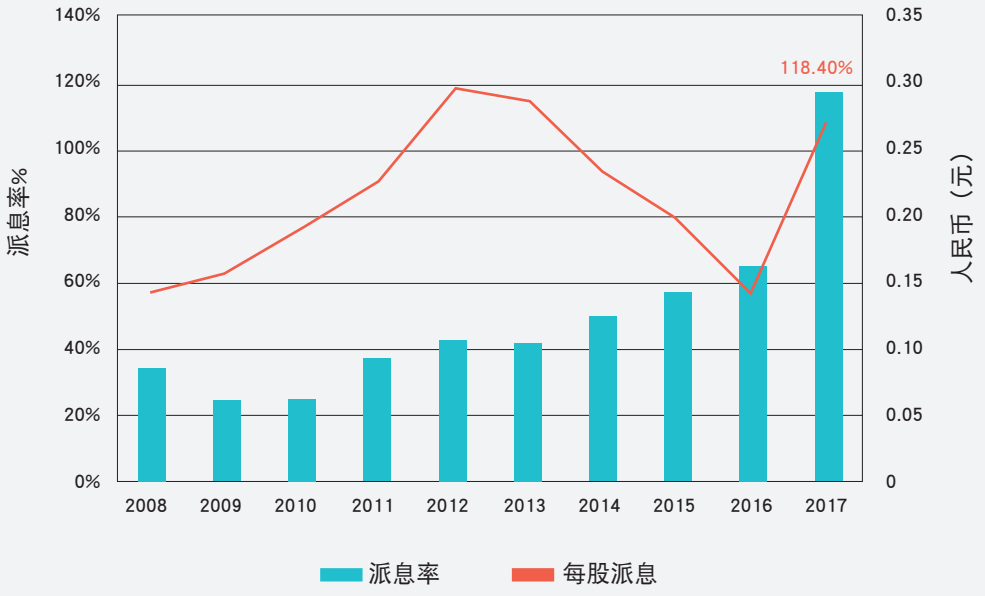
资料来源：雅虎财经

2008-2017年中石化股份公司：股息率 vs.平均股价 图 6.2



**股息率是以每年发放的总股息除以年度平均股价计算的。*
资料来源：雅虎财经

2008-2017年中石化股份公司：派息率 vs 每股派息 图 6.3



资料来源：雅虎财经、中石化2008-2017年报

混合所有制改革

2014年2月，中石化股份公司开始重组石油销售板块的业务，这也标志着一项国有企业改革主要试点工作的启动。同年9月，其零售业务子公司——中石化销售公司与包括民营和国有金融机构及民营企业在内的25家投资单位签订了增资协议。[5] 2015年，中石化销售公司完成增资计划，通过出让约占（股份增发后）总股本29.5%的新股，共计引资1050亿元人民币。[6]

这项增资计划不仅规模巨大，而且意义重大。股权结构重组后，销售公司的董事会和监事会组成也发生了变化。2015年12月，全新的中石化销售公司宣布了董事会的11名成员，其中4名由母公司中石化股份公司任命，而3名则由总持股比例略低于30%的社会投资人任命。销售公司还任命了3名独立董事，这在中国的非上市公司中是较为罕见的。董事会的另一名成员是职工代表董事叶慧青女士，叶女士同时也兼任董事会秘书。在监事会的5名成员中，新加入的投资者和中石化集团各任命了两位监事。[7]

这种新型“混合所有制”改革意味着非国有投资人可以直接参与国有企业的内部治理。这不仅是为了提高公司的运营效率、加强治理，也是为了未来公司的分拆上市做准备。2017年4月，中石化股份公司董事会通过了一项决议，同意将中石化销售有限公司整体变更为中国石化销售股份有限公司，并准备在境外上市。[8] 在股份公司2017年的年度股东大会上，A股和H股的股东都以近100%的压倒性赞成票比例表达了他们对于此项议案的支持。销售公司最快将于2018年上市，不过也有可能会延后。

市场的期望是在上市后，中小股东可以更加有效地参与关联交易的审核，虽然这其中有部分也取决于公司最终上市地所属司法管辖区具体的股东权益规定。

中石化2017年6月就党建入章寻求股东投票支持，但相较其他许多国有企业而言，中石化此次对公司章程的修改非常有限

同时，中石化集团的混合所有制改革仍然面临着诸多挑战：首先，中国的石油行业具有重要的战略地位，实施改革较为艰难。到目前为止，中石化宣布实行混合所有制改革的业务板块只有销售和运输。这两个业务板块由于不涉及石油开采和核心的汽油业务，性质较为单纯，实施改革的难度也相对较小。对于垄断性质的业务板块，例如地质勘探、钻井采油、石油炼化等，资金和技术的门槛都较高，在中国让民间资本参与的难度也因此较大。

其次，国家会向民营资本开放的所有权比例也将有限。以中石化销售公司的混改为例，25家投资单位中只有11家引入了民间资本，而且大多数是作为财务而非战略投资者。所以尽管进行了改革，国家仍然是占主导地位的最大股东。

再次，中石化销售公司中社会投资人占有的3个董事会席位是否会在公司上市后继续保留，现在仍然存在不确定性。一方面，继续保留这些席位将有利于董事履职的连续性和专业性；但是另一方面，人们不禁要担心这些董事（以及他们所代表的公司）是否会因此享有信息优势，而他们的利益又是否与中小股东一致。

党建入章

2017年6月8日，中石化股份公司关于党建入章的议案以99.96%的支持率获得了境内外股东的高票通过（投票股数占总股数的85%）。在香港上市的H股公司当中，对于同类提案这个支持率即便不是最高，也是最高之一。事实上，2017年5月至6月期间，中石化集团公司和旗下8家上市公司都已经按照国资委的要求将党建入章。[9]

与工商银行等央企不同的是，中石化此次对公司章程的修改非常有限。这也许是股东投票支持率如此之高的部分原因所在。事实上，中石化只对公司章程进行了两项简短的修改。首先，新增了第9条，规定“公司设立党的组织，建立党的工作机构，配备足够数量的党务工作人员，保障党组织的工作经费”，并且“党组织在公司中发挥领导核心和政治核心作用”。

其次，新增了第110条，明确了党组织和董事会的关系。虽然核心思想与其他央企一样，但中石化在这一条章程的用词上明显相对较为缓和，采用的是建议的语气。全文如下：“董事会决定公司改革发展方向、主要目标任务及重点工作安排等重大问题时，应事先听取党组织的意见。董事会聘任公司管理人员时，党组织对董事会或总裁提名的人选进行酝酿并提出意见建议，或者向董事会、总裁推荐提名人选。”

这些公司章程修改背后的原因是什么？从党和政府宏观的角度来看，理由是党和政府是“中国特色社会主义”不可或缺的一部分。党和政府可以通过加强监管、明晰权责，将公司利益与国家目标更为紧密得联系起来，用更完善的框架打击腐败等行为，来提升公司的治理水平。而且加强党组织的核心地位也被认为会有利于公司的人事管理。正如中石化2017年可持续发展报告中所述：

> “董事会在决定公司改革发展方向、主要目标任务、重点工作安排以及选人用人等重大问题前，听取党组织的意见建议。对公司董事会决定的事项，党组织动员党员按照职责分工带头执行，并激发和调动广大员工积极性，助力管理层有效落实董事会的各项部署；党组织加强对党员管理人员履职和廉洁自律情况的监督问责，促进了工作开展和风险防控。对公司形成决策科学、执行高效、监督有力的公司治理机制发挥了良好的促进作用。”[10]

值得一提的是，其实在将党建入章之前，和其他国企一样，党组织在中石化公司中就已经起着领导带头的作用。公司章程的修改只是将党的角色规范化，当然也有可能在某种程度上加强了其主导地位。虽然中石化的股东看上去理性地接受了这些修改，又或者是他们觉得对此无能为力，但至少公司在治理实践的信息披露方面有了很大的提升。修订后的章程对于党领导下公司治理结构的描述较之前更为详细和清晰。广大的独立股东现在更希望看到的是中石化可以披露更多与党组织的工作内容、参与的决策、如何处理与董事会的关系等相关的信息。

事实上，作为一家在香港上市的H股公司，中石化有义务按照香港的公司治理准则披露上述信息。香港的准则预设的是董事会是公司的单一（也就是唯一）领导机构，这与中国公司普遍应用的现行制度有很大区别。正如香港准则的第一条所述，“发行人应以一个行之有效的董事会为首；董事会应负有领导及监控发行人的责任，并应集体负责统管并监督发行人事务以促使发行人成功。董事应该客观行事，所作决策须符合发行人的最佳利益”。虽然党组织在中国并不是新事物，但是将党组织的职责在公司章程中规范化，却是中国近几年公司治理发展的一个重大变革。

与其他许多国企一样，中石化强调此次章程的修改只是将党组织的角色规范化，但是广大股东希望看到的是更多有关党组织职能和工作情况的实质性披露

受限的激励机制

由于国资委对国有企业实行限薪政策，中石化股份公司在使用薪酬激励手段时受到了较大的限制。虽然基于绩效考核结果来决定薪酬仍然是薪酬政策的一部分，但是中石化目前尚未采取任何形式的股权激励计划。这其中的主要原因包括：

- 为了防止国有资产流失，国有上市公司的业绩考核要求非常严苛，导致股权激励方案设计的流程十分复杂，激励效果也相对减弱。
- 对国有资产进行评估和定价非常困难。大型国有企业不仅业务多元化且规模庞大，很难对资产进行合理评估，从而制定激励计划的实施标准。如果某项被列为激励指标的资产的定价低于评估价，则会因为将造成国有资产稀释而无法通过审批；如果定价高于评估价，则无异于变相融资。
- 国企股权激励计划的制定者们往往会因为担心承担责任而不去积极施行已经制定的计划。

在国资委的许可下，中石化已经在两家子公司——中国石化上海石油化工股份有限公司（上海石化）和中石化石油工程技术服务股份有限公司（石化油服）——内试行了股票期权激励计划。但要在更大的范围内推广股权激励计划还存在着许多阻碍。

结语

作为中国新型混合所有制改革的先行者，中石化股份公司在未来几年能将中石化销售公司的模式推广到其他子公司是我们非常期待看到的。同时，我们也很好奇中石化销售公司多样化的治理结构将如何进一步发展，尤其是在上市后。作为中国最具国际视野的中央企业之一，中石化在未来能否为广大股东提供更多有关党组织职权的有效信息将会有重要的指导意义。中石化的股东以高票通过党建入章的议案，也正说明他们想要更多地了解这一具有中国特色的公司治理发展。

尾注

1 《国务院关于组建中国石油化工集团公司有关问题的批复》，国函〔1998〕58号
2 《国务院国有资产监督管理委员会关于国有独资公司董事会建设的指导意见（试行）》，国资法改革〔2004〕229号，第42条，2004年6月7日
3 《国有企业监事会暂行条例》，中华人民共和国国务院令，第283号，2000年3月15日
4 《公司法》第117条
5 财新网，“25家投资者入股中石化销售公司 回报前景可观”，2014年9月14日
6 证券日报，“中国石化千亿民资到账混改大幕拉开”，2015年3月9日
7 中国石化新闻中心，“中石化销售公司组建董事会和监事会”，2015年12月29日
8 财新网，“中石化销售公司宣布上市事宜 或于下半年启动”，2017年4月28日
9 中国石化新闻中心，“中国石化‘党建入章’获股东高票通过”，2017年7月3日
10 中石化，《2017可持续发展进展报告》， 2018年3月25日，第18页。请参阅： http://www.sinopec.com/listco/Resource/Pdf/2018032501.pdf

6.3 工商银行：绿巨人

简介

中国工商银行股份有限公司作为一家全资国有银行成立于1984年1月1日。2005年10月28日，工商银行改制为股份有限公司，并于一年后在上海证交所和香港联交所分别上市。工商银行是中国四大国有银行之一，虽然大部分客户都在中国境内，但其收入和利润均位于世界前列，是世界上最大的银行之一。2013至2016年间，工商银行连续四年蝉联《银行家》全球100大银行、《福布斯》全球2000强企业和《财富》500强商业银行三个权威排行榜的榜首。2013年工商银行首次入选全球系统重要性银行，同时其国际化程度也不断提高，境外分支已经扩展到全球42个国家和地区。

从所有权结构来看，工商银行是直接受中央管治的金融企业，其第一大股东是中国投资责任有限公司的全资子公司——中央汇金投资有限责任公司。汇金公司是重要的国有资产监督管理机构，由国务院授权，持有18家重点金融企业的主要股份，并履行出资人职能。这些金融企业涵盖银行、证券、保险和投资等金融行业内的分支领域。汇金公司是工商银行的第一大股东，持股比例高达34.71%，稍稍高于第二大股东财政部持有的34.6%。工商银行的第三大股东是托管H股股票的香港交易及结算所有限公司的全资子公司——香港中央结算有限公司。其余股东主要为中国境内的多家金融机构，持股比例较小。

工商银行公司治理的特殊之处在于，它长期以来被视为中国银行业公司治理的典范，同时也是其他金融机构评价自身治理水平的标杆。与其他央企相比，工商银行拥有更为多样化和国际化的董事会，也是四大国有银行中第一家建立董事履职评价体系的。工商银行还是风险管理的先行者。目前，工商银行也正在努力夯实其在绿色金融领域的领导地位。

然而，工商银行的发展也面对着各种挑战。作为一家大型国有企业，工商银行需要不断地在国家利益和商业决策之间作出取舍。比如，像所有国企一样，工商银行正在进一步深化党委、董事会和监事会三方之间的关系。同时，由于国企僵化的薪酬结构，工商银行也不得不面对人才流失的状况。研究和探讨工商银行如何解决上述问题，将对未来比较中国央企公司治理的发展提供有用的素材。

国有主导 表 6.4

工商银行股权结构 （2017年12月31日）

	持股比例 %
中央汇金投资有限责任公司	34.71
财政部	34.60
香港中央结算有限公司/ 香港中央结算代理人有限公司	24.29 (H 股)
中国证券金融股份有限公司	1.12
中国平安人寿保险股份有限公司	1.05
梧桐树投资平台有限责任公司	0.40
中央汇金资产管理有限责任公司	0.28
中国人寿保险股份有限公司	0.11
安邦财产保险股份有限公司	0.06
首都机场集团公司	0.05

资料来源: 工商银行2017年度报告

公司治理结构

工商银行公司治理结构的核心组成部分是党委、董事会和监事会。这三者在过去的一年中都经历了不小的变化。

党委

与其他国企一样，工商银行的所有重大事项和人事任命都由党委决定，同时党委也负责领导全行的党员干部活动。另外，作为一家发行H股的公司，工商银行和其他几十家在香港上市的国企一样，在2017年修改了公司章程，将党委的角色正式纳入了公司的治理结构（具体请参见下文治理挑战部分）。

工商银行也和大多数国企一样，拥有“交叉任职”的执行董事或监事。包括董事长、行长和两名副行长在内的4名执行董事以及监事长同时也是党委成员。其中，董事长兼任党委书记，行长兼任党委副书记，且二人均由中央组织部考察任命。中组部是负责对央管金融企业的关键人员进行任免考核的主要机构。[1] 此外，监事长也兼任党委副书记，而负责监管全行党员干部的纪委书记也是党委委员。

双重治理 表 6.5

工商银行党委、董事会、监事会和管理层成员的交叉任职，2017年末

	党委职务	公司职务
易会满	党委书记	董事长、执行董事
谷澍	党委副书记	副董事长、执行董事、行长
钱文挥*	党委副书记	监事长
张红力	党委委员	执行董事、副行长
王敬东	党委委员	执行董事、副行长
胡浩	党委委员	副行长
李云泽	党委委员	副行长
谭炯	党委委员	副行长
王林	党委委员	纪委书记

**2018年1月辞任，加入中国农业发展银行。截至2018年中，工商银行尚未产生新监事长。*
注: 粗体字为同时任职党委和董事会的人员名称。
资料来源: 工商银行2017年度报告

董事会

工商银行董事会有16名成员，包括4名执行董事、6名非执行董事和6名独立非执行董事。如上所述，董事长由中组部直接任命，并同时担任党委书记。5名非执行董事由汇金公司任命，而独立董事则选自根据主要股东和董事会的推荐人员建立起来的候选人才库。

虽然所有董事都经过股东大会正式选举产生，但是他们的任职资格需要通过银监会的核准才会生效。关于这一点，工商银行在2017年股东大会投票决议公告里曾清楚说明：“会议选举叶东海先生、梅迎春女士和董轼先生为本行非执行董事，其任职资格尚需报中国银行业监督管理委员会（简称银监会）核准，其担任本行非执行董事的任期自中国银监会核准之日起计算。”换句话说，虽然公司法规定股东大会是公司的最高权力机构，但是显然在现实中银监会才具有更高的话语权。

工商银行的董事会成员经验丰富且专业程度较高。所有执行董事均拥有长期的银行从业经验，其中董事长和副董事长已经分别服务公司33年和20年（截至2017年底）。至于其余两名执行董事，一位曾在多家大型外资银行担任高管，且曾担任工商银行（巴西）和工商银行（美国）的董事长，另一位则拥有24年的银行从业经历。[2]

工商银行的非执行董事拥有经济、金融、管理、政策和学术等多样化的背景。

独立董事的背景也同样多样化，包括来自经济、金融、审计、法律监管和公司管理等各领域的专家。如下表所示，工商银行的董事会成员还包括了前美国财政部官员和前香港证监会主席。[3]

中国银行治理体系中的一项独特规定是自2013年开始，独立董事要充分履行其董事职责，必须每年在银行工作不少于15个工作日。在2017年工商银行对于公司章程的众多修订中，其中一项修订就是要求独立董事每年必须在银行工作不少于15个工作日，而不仅仅是为银行工作15个工作日。而这一规定对于审计委员会、关联交易控制委员会和风险管理委员会主席的要求是不少于25个工作日（公司章程第127条）。

公司章程的另一项修改是新增独立董事任期不得超过6年的规定（第115条）。这一规定与其他央企基本一致，而此前工商银行对于独立董事的任期并无限制。

同时，工商银行自2011年开始便不断更新独立董事候选人才库，积极发掘潜在的独立董事人选。筛选标准包括候选人的整体素质、行业资质和个人意愿等。

多样化的专业背景 表 6.6

工商银行的独立董事；现任和曾任职位摘要

柯清辉	香港银行公会主席 恒生银行行政总裁 汇丰银行总经理 思捷环球（Esprit）、周大福、电视广播有限公司（TVB）独立董事
洪永淼	美国康奈尔大学经济学系及统计科学系终身教授
梁定邦	前中国证监会首席顾问 前香港证监会主席 中国银行、中国人寿、领汇房地产投资信托基金独立董事
杨绍信	普华永道香港主席及首席合伙人 腾讯公司独立董事 中国人民政治协商会议全国第十二届委员会委员 香港金融管理局外汇基金咨询委员会委员
希拉.C.贝尔	前美国联邦存款保险公司主席 汤森路透、西班牙桑坦德银行独立董事 美国华盛顿学院院长、系统性风险委员会荣誉主席 中国银监会国际咨询委员会委员
沈思	中国人民银行总行调统司副司长 上海浦东发展银行执行董事兼董事会秘书 中国贷款集团独立董事

资料来源：工商银行网站和历年年报

监事会

工商银行监事会的监督职能范围更广，除了公司法规定的监事会职权（参见第三章第三节）之外，其监督范围还包括风险管理和内部控制等领域。目前监事会有5名成员，包括一名股东代表监事、两名职工代表监事和两名外部监事。股东监事由监事会或者单独或合计持有工行表决权5%以上的股东提名；职工监事由全体职工选举产生；外部监事由单独或合计持有工行表决权1%以上的股东提名。股东监事和外部监事的任命都须经过股东大会批准。

外部监事需要独立于工商银行。银监会的《商业银行公司治理指引》规定，外部监事“与商业银行及其主要股东之间不得存在影响其独立判断的关系”。[4]工商银行公司章程里也有外部监事应独立于银行主要股东之类的要求。[5]

2017年工商银行对公司章程的修订中有两项与监事会有关。第一项是给予监事会监督外部审计机构的职权（第201条），尽管有观点认为这一职权理应由董事会下属的审计委员会单独承担。第二项是由监事会决定监事的履职评价办法和薪酬方案，报股东大会批准后执行。董事的履职评价办法和薪酬方案依然由薪酬委员会拟订。

在调查中，工商银行监事会近年来频繁的人员变动引起了我们的注意。2015年，当时的监事长因年龄原因辞任。[6]2016年，一名股东监事也以同样理由辞任。[7] 到了2018年初，时任监事长钱文挥又因被任命为中国农业发展银行行长而辞任。[8] 尽管最后一个辞任的理由还情有可原，但是之前两位的辞任理由，让人不禁想问为何工商银行当初会在明知他们临近退休年龄的情况下还坚持任命。

精益求精

近年来，工商银行在公司治理的一些重要方面取得了长足的进步：

董事会履职评价

据中国上市公司协会统计，工商银行是中国第一家按照银监会要求制定董事履职评价体系的上市银行。[9] 早在2011年，工商银行董事会就制定了《董事会对董事履职评价规则（试行）》，同时监事会也制定了《监事会对董事会、高级管理层及其成员履职评价规则（试行）》。

工商银行是中国第一家按照银监会要求制定董事履职评价体系的上市银行

董事履职评价体系从遵守法律法规、履行忠实义务、勤勉义务、履职能力和独立性等方面对董事进行履职评价。董事会每年通过董事自评和互评，形成对董事履职的年度评价报告初稿，并提交监事会。监事会收到后会评估这份初稿，并结合访谈等形式产生正式的年度董事履职评价报告，然后向年度股东大会报告。

工商银行2017年年报中的公司治理报告就董事会专门委员会的职责和履职情况、每位董监事的会议出席情况、董事培训等提供了详细的信息。但报告并未披露对董事进行履职评价的具体流程。

风险管理

工商银行在风险管理和内部控制方面非常具有前瞻性。2011年工商银行建立了银行业内首个系统的量化风险偏好体系。通过制定风险偏好制度和设立风险偏好管理体系，工商银行在集团层面确立了统一的风险偏好，并在风险偏好体系中特别设置了零容忍度指标，禁止任何以发展业务为由触犯外部监管或内部规定的行为。工商银行在风险管理方面作出的努力为其赢得了中国人民银行科技创新一等奖。由于率先建立了世界级的风险管理体系，工商银行在国内也被视为银行业国际化的引领者。[10]

工商银行通过不断修订和完善自身的风险管理体系，不仅全面提升了集团的风险管理水平，还将国别风险、资金集中风险、资产证券化风险、流动性风险、银行账户风险、声誉风险和战略风险等各类风险纳入其风险管理框架。此外，工商银行还制定了年度风险管理计划，充分利用风险额度的控制作用，既对国内分行的风险管理进行了动态评估，还规范了海外分行及附属机构的风险报告格式。[11]

工商银行还按照国际最佳实践规范建立了一套由董事会垂直管理并向其直接报告的内部审计系统。[12] 审计委员会下设内部审计局，负责整体的内部审计工作。内部审计局内又设置了各省的分局，负责自己辖区范围内的内部审计工作。

绿色金融

第三个让工商银行处于领先地位的原因是它在可持续发展、气候变化和社会责任信贷等问题上的敏锐洞察力。在国际上，工商银行于2012年成为首家加入联合国全球契约的中国商业银行，并于2014年率先加入联合国环境规划署金融行动机构。在国内，工商银行是中国金融学会成立的绿色金融专业委员会的常务理事单位。工商银行还积极倡导绿色金融，使其成为G20峰会的核心议题，并努力推动增强新兴市场在绿色增长和绿色金融领域的话语权。同时，工商银行还开展了有关绿色金融和环境风险的量化研究。

2017年6月，工商银行通过修订公司章程，进一步明确了发展绿色信贷的战略地位，规定战略委员会的职责之一是“对绿色信贷战略、消费者权益保护工作战略以及在环境、社会和治理等方面履行社会责任的情况进行审议，向董事会提出建议”（第167条）。

2017年9月，工商银行发布了《绿色债券框架》，目的是为了“进一步诠释工商银行绿色发展战略，有助于推进中国‘十三五规划’中关于环境保护的措施”。[13] 值得一提的是，工商银行还聘请了一家挪威的独立研究机构——国际气候研究中心（CICERO）对其发布的框架进行评估并发表意见。[14]

2017年12月8日，工商银行董事会决定修订《公司社会责任工作基本规定》，以便更好地落实相关监管规定，包括香港联交所有关ESG报告的新规等。

治理挑战

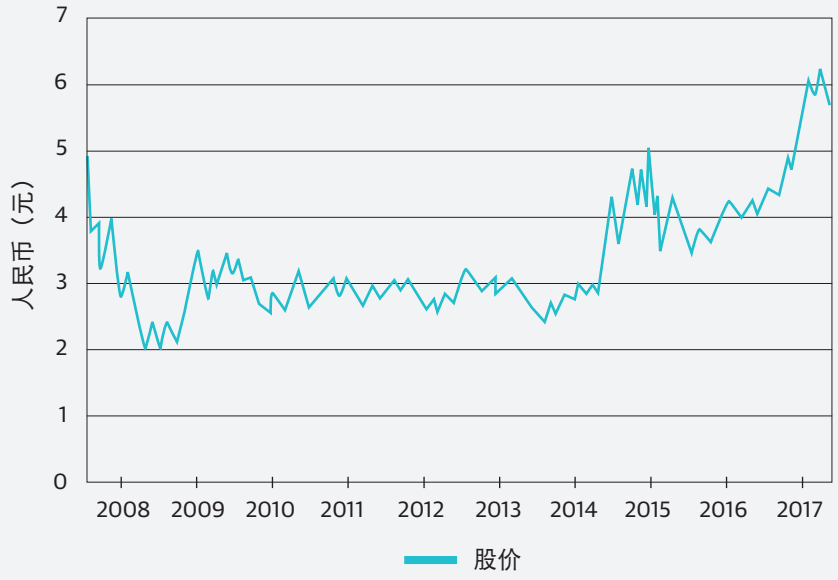
大股东 vs 小股东

因为工商银行的第一大股东汇金公司是中投公司的全资子公司，而中投公司是财政部于2007年9月成立的，所以财政部实际上是工商银行的单一大股东，持股比例近70%。国有股一股独大的好处是可以方便国家进行有效的监管，避免股权分散可能导致的内部人控制问题。然而，股权结构的不平衡也会引起一些问题，例如中小股东的待遇是否公平等。虽然工商银行方面已经尝试通过多方渠道增强与投资者们的交流以及自身的透明度，包括业绩发布会、路演、分析师会议、网站和热线等等，但是，工商银行的中小股东们又有哪些举措呢？

如下图6.4所示，虽然工商银行A股的股价从2014年起开始攀升，但在过去10年的大部分时间里，其股价基本保持平稳，没有太大的波动。

盘整趋势 图 6.4

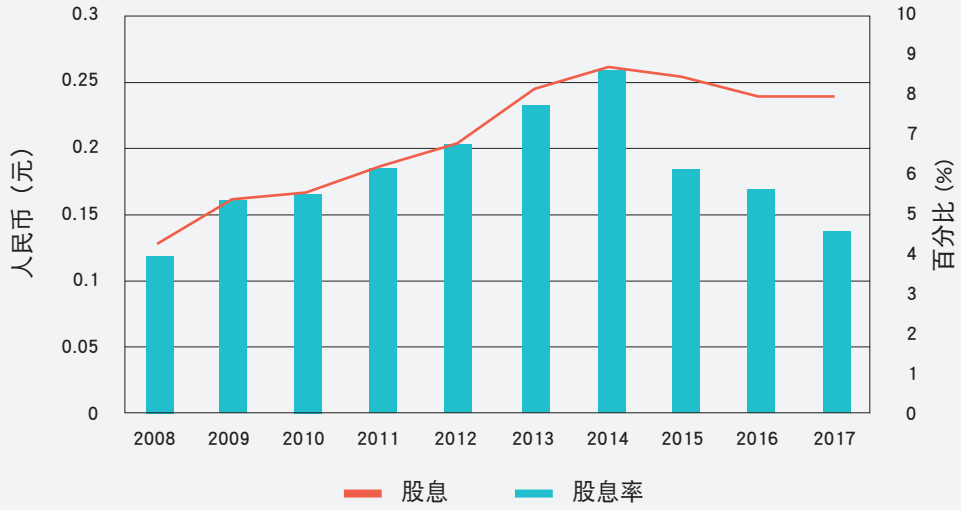
2008-2017年工商银行A股股价变化



资料来源：雅虎财经

如下图6.5所示，2008年至2014年间工商银行每年都持续增加股息，然而到了2014年之后，股息和股息率都开始下降（股息率下降的部分原因是近两年股价的上涨）。

工商银行A股股息和股息率，2008-2017年 图 6.5



**股息率是以每年发放的股息除以年度平均股价计算的。*
资料来源：雅虎财经，亚洲公司治理协会

为国家服务的显性风险

作为占行业主导地位的国有银行，工商银行十分注重将公司发展与社会服务相结合，例如按照指示调整信贷投向，以支持供给侧结构性改革，推动产能过剩行业的结构性调整等。2016年，工商银行降低了对钢铁、煤炭等产能过剩行业的贷款额，加大了对国家认定的七大战略性新兴行业在信贷方面的支持，包括节能环保、新兴信息技术产业、生物科技产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造业和新材料等。

工商银行还运用债转股的方式帮助面临破产的企业持续经营（虽然债转股本来的作用应该是帮助企业优化资本结构）。2016年，工商银行与山东黄金集团签署了债转股框架协议。

更加积极的发展是，工商银行加大了对小微企业的支持力度，向经常很难保障贷款额度的这类企业提供贷款支持——通过“小微创业贷”、“税融通”等新产品，实际降低了小微企业贷款的门槛。此外，工商银行还热衷于对文化产业和现代农业提供信贷支持，推动这些行业的发展。[15]

党建入章

2017年6月27日，工商银行在香港和北京两地通过视频连线的方式召开了2016年年度股东大会。和其他许多发行H股的公司一样，工商银行当年的股东大会也包括了一项富有争议性的提案：提议将党建工作的具体要求写入公司章程。虽然最后该议案以A股和H股所有股东共计93%的赞成比例通过，但H股股东的赞成比例明显要低很多——弃权票和反对票的比例高达45%。[16]

修订后的公司章程将党组织（包括党委）正式纳入到了工商银行的治理结构中，将党组织长期以来的职责规范化。理论上，党建入章的目的是为了增强工商银行内部的监管和决策制定，将人才选聘和任用以及重大事项决策的风险最小化。但是实际上，党组织对集团公司治理介入的程度仍然存在较大的不确定性，导致工商银行最终的决策主体不明。此外，针对党组织在公司重大事项决策中发挥的作用缺乏足够的信息披露，无形中加大了投资者因为信息不对称而承担的风险。

此次修订过后的公司章程中新增了4条与党组织相关的条款。其中，第13条明确了“根据《中国共产党章程》及《公司法》有关规定，设立中国共产党的组织，党委发挥领导核心作用，把方向、管大局、保落实。建立党的工作机构，配备足够数量的党务工作人员，保障党组织的工作经费”。[17]

另外，第52条和第53条进一步详细阐述了党委的组建方式和职责。董事长必须兼任党委书记，党委副书记则负责协助书记开展“党建工作”。新设的纪律检查委员会意味着党的职权范围将比以往扩大很多。党委的具体职责包括：

1. 保证监督党和国家方针政策的贯彻执行，落实党中央、国务院重大战略决策；
2. 加强对选人用人工作的领导和把关；
3. 研究讨论重大经营管理事项和涉及职工切身利益的重大问题，并提出意见建议；
4. 支持股东大会、董事会等公司治理结构实体依法履职；支持职工代表大会开展工作；
5. 领导思想政治工作，全面“从严”治党；
6. 充分发挥党组织和党员的“先锋模范作用”，领导全行职工“积极投身本行改革发展”。[18]

修订后的公司章程正式明确了党委的核心领导地位，并且肯定了其决策地位在董事会之上。尽管这并不新鲜，但是“落实党中央、国务院重大战略决策”和对“重大经营管理事项和涉及职工切身利益的重大问题提出意见建议”这些说法都再一次强调了未来几年工商银行采用的将是更加自上而下、一切由党领导的治理体系。那么，这又将董事会置于何地呢？

修订后的公司章程正式明确了党委的核心领导地位，肯定了其决策地位在董事会之上

董事会的角色

董事会是工商银行商业决策制定的主体。除了满足公司法要求的基本职责外，董事会的职责还包括制定风险管理政策和信息披露。

与西方国家银行不同的是，工商银行的董事长或行长并不是由董事会任命的，而是由中央组织部考察后任命的。董事会只是随后在形式上正式聘任或解聘行长和董事会秘书。其他高级管理人员的聘任和解聘均由行长提名，虽然这些人事决定最后还是需要经过银监会批准。董事长与行长不得兼任，以免权力过度集中。

工商银行的管理层需要负责银行运营的方方面面，包括监督全行的经营情况；组织实施经营方案和投资计划；制定具体的规章制度、薪酬分配方案、绩效考核方案和融资方案等等。

人才流失

工商银行董事长、行长、监事长及其他高级管理层的薪酬都严格依照国家对央企的薪酬政策执行。薪酬结构由基本年薪、绩效年薪以及根据任职期间总体表现来决定的奖金组成。其他高级管理人员和股东代表监事的收入包括基本年薪和绩效年薪，但部分绩效年薪实行延期支付。截至2017年末，工商银行尚未实行任何股权激励机制。[19]

国企的薪酬受到严格的控制，以确保不同行业的国企间薪酬差距不会过大。例如，中国的银行业能够产生较高的利润，要部分归功于它们享受着国家支持的信贷垄断地位。限薪的目的一方面是抑制部分垄断性行业中成功央企的高管薪酬畸高；另一方面是缩小不同行业央企高管间的收入差距，因为很多央企的经营状况并不乐观。其造成的结果就是，像工商银行这样的大型央企的高管薪酬与国外同等规模的银行存在巨大的差距。[20]

除高管限薪外，缺乏有效的激励机制也导致了工商银行严重的人才流失现象。2016年上市公司中期报告显示，包括工商银行、农业银行和建设银行在内的大型国有银行出现大面积离职潮。仅仅是2016年上半年，这三家银行的离职员工总数就达到了1.8万人[21]。工商银行和其他国有银行一样都面临着如何制定更加合理的激励机制，以防止人才流失的艰巨挑战。

结语

作为中国银行业的杰出代表、其他银行的治理标杆和可持续发展方面的行业引领者，相信工商银行在未来几年的变化将对于同业具有重要的指导意义。外国投资者将特别关注工商银行未来如何发展其绿色信贷业务。同时，他们也将持续观望党建入章后是否会对银行的发展战略、运营管理以及中小股东的权益等产生实质性的影响。期待在不久的将来，工商银行能够提高这一方面以及上述其他公司治理方面的信息透明度，包括董事会履职评价和高管薪酬体系等。

尾注

1 搜狐网，“谁在掌控中国金融系统”，2017年8月21日，请参阅： http://www.sohu.com/a/166107071_492716

2 中国工商银行，《2017年度报告》，第81页

3 中国工商银行，《2017年度报告》，第83-84页

4 银监会，《商业银行公司治理指引》，银监发（2013）34号，第33条。请参阅：http://www.cbrc.gov.cn/chinese/files/2013/B9DB3F8EF1C64C06A620911FAC61B970.pdf

5 中国工商银行，《公司章程》，第193条

6 中国工商银行，《关于监事长辞任的公告》，2015年6月19日。请参阅： http://www.cninfo.com.cn/finalpage/2015-06-20/1201175854.PDF

7 中国工商银行，《关于股东代表监事辞任的公告》，2016年6月23日。请参阅：http://v.icbc.com.cn/userfiles/Resources/ICBCLTD/download/2016/crA20160624.pdf

8 中国工商银行，《关于监事长辞任的公告》，2018年1月5日。请参阅： http://v.icbc.com.cn/userfiles/Resources/ICBCLTD/download/2018/jszA20180105.pdf

9 中国上市公司协会，《中国上市公司治理报告》，北京：经济管理出版社，2014年10月，第165页

10 中国城市金融，《大气磅礴 锐于进取——中国工商银行深入推进全面风险管理转型与创新》， 2013年第12期

11 中国经济网， “工行完善公司治理提升核心竞争力 积极履行社会责任”， 2010年12月21日

12 中国工商银行，《2017年度报告》，第98页

13 中国工商银行，《绿色债券框架》，2017年9月，第3页。请参阅：http://v.icbc.com.cn/userfiles/Resources/ICBCLTD/download/2017/gonghanglvsezhaiquankuangjia.pdf

14 国际气候与环境研究中心，《关于中国工商银行绿色债券框架的第二意见报告》，2017年9月22日。英文报告请参阅：http://v.icbc.com.cn/userfiles/Resources/ICBCLTD/download/2017/CICEROSecondOpinionon ICBCsGreenBondFramework.pdf

15 中国工商银行，《2016年度社会责任报告》，第22-29页

16 人民网，“工行召开股东大会 公司章程中增加党建工作要求”，2017年6月29日

17 中国工商银行，《2016年度股东年会补充通知》，2017年6月12日，第6页。请参阅：http://v.icbc.com.cn/userfiles/Resources/ICBCLTD/download/2017/8_20170612.pdf

18 中国工商银行，《2016年度股东年会补充通知》，2017年6月12日，第9-10页。请参阅：http://v.icbc.com.cn/userfiles/Resources/ICBCLTD/download/2017/8_20170612.pdf

19 中国工商银行，《2017年度报告》，第81页

20 新京报，“银行高管薪酬不在高，而在不规范”，2014年9月12日

21 经济参考报，“制度僵化国企人才流失加剧”，2016年12月29日

6.4 万科：变形记

简介

万科企业创立于中国改革开放序幕刚刚拉开的1984年。创始人王石受深圳经济特区改革热潮的鼓舞，毅然下海，从一名贩售动物饲料的公务员转变成了一名成功的现代企业经理人。万科前身为深圳现代科教仪器展销中心，是国有企业深圳特区发展公司的一家下属企业。当时展销中心的主要业务是出售自动化办公设备和专业影视器材。同年晚些时候，在接受北京一家医疗科技企业注资后，展销中心更名为“深圳现代医学技术交流中心”，主要代理进口医疗设备。1986年，医疗中心“为摆脱国有企业经营管理的僵化体制，加快业务的规模化发展”[1]，进行了股份制改造，并计划在两年内公开上市。

1988年11月，按照原定计划，深圳市政府批准了医疗中心的股份制改造方案，并允许其公开发行股票。然而医疗中心直到1991年1月29日才真正上市，成为深圳证交所第二家上市公司，获得股票代码0002（第一家上市公司是深圳发展银行）。同时，医疗中心正式更名为深圳万科，英文名称Vanke取自汉字万科的谐音。万科的字面意思是“一万个科学”，也因为汉字里“科”与“客”同音，可以理解为“一万个客人”。1993年5月，万科发行面向海外投资者的B股，成为一家“A+B”上市的公司。2014年6月，万科以介绍方式在香港联交所上市，并将全部B股转成H股，当时H股占万科总股本的比例达11.94%。

在万科发展的早期阶段，公司定位为跨不同行业的“综合贸易公司”。20世纪80年代后期万科进军房地产行业，并于1993年开始将房地产开发作为其核心业务。随后的25年里，万科通过业务规模的扩张和一系列兼并收购取得了令人瞩目的发展，一跃成为中国房地产行业的一线公司。万科2016年营业收入为2400亿元人民币，净利润达210亿元人民币。同年万科位列《财富》世界500强第356位，2017年跃升至第307位。

与业务发展同样令人瞩目的是在此期间万科所有权和管理层发生的变化。随着规模的扩张，万科中的国企持股比例不断被稀释（尽管一直存在），逐渐成为了中国为数不多的真正股权分散的大型上市公司，形成了真正的混合所有制结构。并且在管理层的不懈努力下，万科以公司运营的标准化和现代化被奉为中国企业公司治理的典范。2014年在中国上市公司协会、中国证券基金业协会和其他机构共同发起的“中国最受投资者尊重的百家上市公司”评选中，万科位列榜首。[2] 2017年7月，《机构投资者》杂志评选的亚洲最佳投资者关系排行榜中，万科在参选的2510家亚洲公司中排名第53位，而且在“全亚洲管理团队”的房地产行业中排名第一（详见下表6.7）。[3]

过去30年，万科从一家专门售卖办公设备和影视器材的国有企业摇身一变成为了中国蓬勃发展的房地产行业的领头羊。2017年，万科位列《财富》世界500强第307位

然而在2015年至2017年间，万科管理层却在一场由一家名为宝能的非上市公司发起的敌意收购中焦头烂额。这场收购战也为万科未来的公司治理和运营管理带来了很大的不确定性。宝能系旗下的前海人寿是近几年来中国激进派民营保险公司的代表之一，充分利用了当时对于保险资金投资上市公司相对宽松的规定，在二级市场上大举购买万科的股票。万科管理层对宝能敌意收购的反击令市场人士大跌眼镜，也给其公司治理典范的声誉蒙上了一层阴影。最终，万科引入深圳市国企作为“白衣骑士”，变成了一家由国企占股近三成的公司。万科董事会也完成换届，创始人王石辞任董事会主席，董事会中的11名成员也更换了9名。或许万科的商业前景在此一战之后仍算明朗，但这段插曲却引出了社会各界对中国公司治理在本质和发展方向上一些根本性问题的热烈讨论。

最佳公司全亚洲管理团队排名（房地产行业） 表 6.7

排名	公司	地区	首席执行官（CEO）排名	首席财务官（CFO）排名	投资者关系专家排名	投资者关系活动排名
1	中国万科	中国	第二名	第二名		第二名
= 2	华润置地	中国香港		第三名		第一名
= 2	领汇房地产投资信托基金	中国香港	第一名			第三名
= 4	凯德集团	新加坡			第一名	
= 4	旭辉控股（集团）	中国		第一名		
6	龙湖地产	中国			第二名	
= 7	嘉民集团	澳大利亚	第三名			
= 7	迈瑞卡集团	澳大利亚			第三名	

资料来源：《机构投资者》杂志， 2017年。（授权引用）

控制权争夺战

第一战

其实早在1994年3月下旬，万科就经历了第一次控制权争夺战。当时，以君安证券为首的几大股东以《告万科全体股东书》[4] 的形式向公司提出了4个要求，其中包括重组万科业务结构，全力发展房地产业务，以及对公司董事会进行改组等。最终创始人王石通过反复斡旋，逐一分化了反对派股东的阵营。王石也取得了中国证监会的支持，赢得了这场控制权之争的胜利。

在这场控制权争夺战之后，王石于2000年引入了央企华润作为万科第一大股东，进一步巩固了万科与中央的关系。华润接手了原属深圳经济特区发展公司的15%万科股份。虽然这一持股比例也许已足以控制万科，但实际上华润却很少干预万科的运营和管理。在之后的20年里，万科始终保持混合所有制股权结构，并高度推崇职业经理人的管理模式。与之相应的，万科的管理团队合计仅持有公司大约1%的股份。

第二战

万科股权争夺的第二战明显比第一次要猛烈得多。2015年7月10日，中国南方一家名不见经传的民营企业宝能集团第一次举牌万科，宣布其已经由二级市场购入万科5%的股票。直到同年的12月16日，宝能系持有的万科股权比例已经达到22.45%，远远超过原第一大股东华润集团所持有的15.29%，而且宝能似乎并没有要收手的迹象。

宝能集团系亿万富翁姚振华控制的非上市公司。姚振华出生于广东省东部潮汕地区，临近福建省，当地的方言是闽南话，而非普通话或粤语。姚振华于1992年在深圳创立宝能，业务覆盖房地产（包括商铺）、保险和物流。宝能旗下有多家子公司，其中两家前海人寿和钜盛华购买了万科的股票。尽管在房地产行业鲜为人知，宝能却和中国迅速发展的保险市场中的其他民营企业一样，通过销售万能险在短期之内迅速聚集了大量资金，亟需投资机会。像万科这样股权分散且业绩稳健增长的公司成为了宝能最理想的投资目标。当时政府的监管政策也默许了这一做法：2014年2月中国保监会修改监管规定，将保险资金股权投资（含上市公司）和非流动资产投资比例的上限从总资产的25%提高到30%。[5] 由于当时保险业的平均股权投资比例仅为10-15%，业界普遍将这一变化视为监管机构鼓励险资做出更多股权投资的信号。

面对宝能的敌意收购，万科管理层的第一反应是争取华润集团增持股份，但无果。2015年12月17日，就在宝能成为万科第一大股东的第二天，万科创始人王石公开表示不欢迎宝能成为万科的第一大股东。几天后，在股票价格的下跌声中，万科发布公告宣布因筹划重大资产重组事项，万科A的股票将暂停交易。万科A的停盘最后持续了6个多月，普遍被认为时间过长。然而，代表同一公司的万科H股股票却在短暂停牌后恢复交易。

在万科停盘之前，另一股东安邦也浮出水面。安邦是以兼并收购海外资产而闻名的中国民营保险业巨头。2015年12月8日，万科发布公告称安邦已持有万科超过5%的股份，两周后安邦的持股比例增至6.18%。相对于宝能的咄咄逼人，安邦在成为万科股东后与万科进行了卓有成效的沟通，表态将积极支持万科发展。2015年12月24日，万科表示欢迎安邦成为其大股东之一。

时间快进到2016年6月18日，万科董事会通过了发行股票购买深圳地铁子公司前海国际（与宝能子公司前海人寿无关联）100%股权的方案。深圳地铁系深圳市国资委100%持股的地方国有企业。万科管理层希望深圳地铁能成为支持他们的白衣骑士，同时稀释宝能系的股权。由于涉及增资，该决议必须获得出席股东大会股东所持表决权三分之二以上的赞成票。然而由于股权稀释等原因，当时的第二大股东华润集团联合第一大股东宝能明确反对此方案，使得万科管理层最终放弃了这一反收购方案，未提交股东大会进行表决。需要说明的是，虽然董事会批准了这一反收购方案，万科的部分董事，包括三位代表华润集团的董事均投了反对票。

反收购方案的尝试失败后，王石等董事（不明智地）公开指责华润集团已经与宝能联手。作为反击，宝能于2016年6月26日提出万科已成为内部人控制的企业，要求召开临时股东大会，罢免董事会的全体在任董事。这一“逼宫”举动引发了资本市场的强烈震动。此后宝能并未将这一发言付诸行动，市场推测是华润集团在中央政府干预下态度发生转变，因此宝能并没有把握其罢免公司董事的议案可以获得多数股东支持。

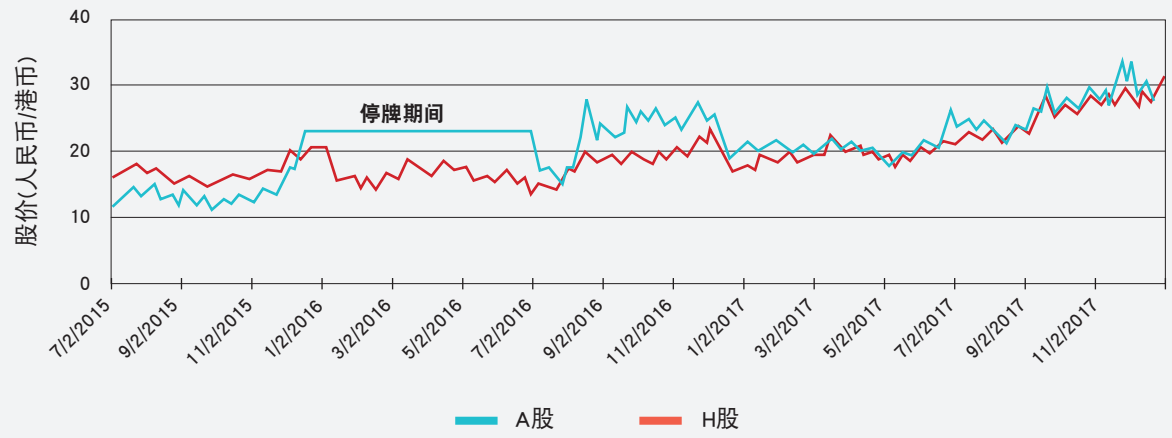
雪上加霜的是，另一家在香港上市的内地房地产巨头——恒大集团也在2016年8月至11月期间通过二级市场大举增持了万科的股份，持股比例高达14.07%。

对险资的打压

不难想象，万科控制权争夺战所引发的不确定性和从中暴露的市场不和谐令北京的监管机构大为光火。2016年底开始，监管部门开始着手打击用保险资金大举购买上市公司股票的行为。2016年12月，中国证监会主席刘士余首先公开表态，“来路不当的钱”不能在加了杠杆之后用来从事敌意收购。同时，保监会前主席项俊波也在保监会特殊专题会议上表态，必须加强对险资投资方式的监管。他还表示险资股权投资“应当以财务投资为主，战略投资为辅”。随后在2017年1月，保监会颁布了《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》，禁止“保险机构和非保险人士结成一致行动人共同收购上市公司”，并规定保险公司用险资购买上市公司股票必须经保监会事前审批。[6]

之后，项俊波为其监管期间多家保险公司造成的市场动荡付出了代价。2017年4月，项被曝接受组织调查。2017年9月29日，最高人民检察院决定对项以涉嫌受贿罪进行立案侦查。

2015年7月1日至2017年12月31日万科股价 图 6.6



资料来源：雅虎财经

“白衣骑士”深铁的二次登场

在中央政府的明确支持下，万科的控制权争夺战于2017年1月接近尾声。在国资委、证监会和深圳市政府的多方协调下，华润集团终于同意以22元人民币每股的价格将持有的15.31%万科股份转让给深圳地铁，深圳地铁也就此成为万科的第二大股东。与此同时，宝能也首次正式表明其“财务投资者”的身份，意味着其将不再寻求董事会席位，或试图影响管理层运作。

2017年2月下旬，保监会在对前海人寿开展了为期半年的现场检查后，下达了一系列行政处罚决定，包括禁止公司开展任何有关万能险的新业务。监管机构还撤销了宝能实际控制人姚振华的任职资格，禁止其进入保险行业10年。[7] 同时，保监会也对恒大人寿进行了处罚，处罚内容包括禁止公司进行股票投资一年，两名公司职员也分别被禁止进入保险行业5年和3年。[8]

2017年3月16日，恒大将所持全部14.07%万科股份的表决权、提案权不可撤销地委托给了深圳地铁。至此，深圳地铁对万科的控制权大大增强——总计持有万科29.38%的表决权。随后同年6月9日，恒大突然宣布已经与深圳地铁签署协议，同意以约290亿元人民币的总价将所持万科股份全部转让给深圳地铁。恒大取得上述万科股份的成本约为360亿元人民币，所以此次交易恒大账面亏损约为70亿元人民币。

新的征程 表 6.8

争夺战前后万科的股权结构情况

2015 股东名称	持股比例%	2017 股东名称	持股比例%
华润集团	14.89	深圳地铁集团	29.38
香港中央结算（代理人）	11.90	宝能集团 （旗下各基金）	25.40
国信证券-工商银行资管计划	4.14	香港中央结算（代理人）	11.91
中国人寿（两只基金）	1.40	安邦集团（旗下子公司）	4.56
新加坡政府投资公司	1.38	国信证券-工商银行资管计划	4.14
刘元生	1.21	招商银行资管计划	2.99
美林国际	1.12	西部利得基金-建设银行资管计划	2.04
万科工会委员会	0.61		
瑞银集团	0.54		

资料来源：万科2017年报，亚洲公司治理协会分析

董事会博弈

万科控制权变更的不确定性在新董事会的组建过程中得到了充分的体现。2017年3月28日，万科第十七届董事会任期届满，但董事会仍未召集股东大会进行新一届董事的选举。公司法明确规定，董事的每届任期不得超过3年[9]，而万科的第十七届董事会是在2014年3月28日的股东大会上选举产生的。直到2017年5月15日，万科才终于发出召开2016年度股东大会的通知，日期定在6月30日。这也是万科公司章程规定年度股东大会合规召开的最后期限（公司章程规定年度股东大会应于财年结束后的6个月之内召开）。[10]

辞旧迎新 表 6.9

只有两名执行董事留任万科新一届董事会

2014	*2017*
执行董事	
王石先生 *郁亮先生* *王文金先生*	*郁亮先生* *王文金先生* *张旭先生*
非执行董事	
乔世波先生 *孙建一先生* *魏斌先生* *陈鹰先生*	*林茂德先生* *肖民先生* *陈贤军先生* *孙盛典先生*
独立董事	
张利平先生 *华生先生* *罗君美女士* *海闻先生*	*康典先生* *刘姝威女士* *吴嘉宁先生* *李强先生*

资料来源：万科年报和公告

2017年6月21日，万宝之争进一步反转——万科董事会宣布收到深圳地铁提出的“临时”提案，要求提名董事会的全部11名董事候选人和监事会的两名监事候选人，其中除了两名现任执行董事（郁亮和王文金）之外，其他候选人全是新人。由于此提案是在公司法和万科公司章程规定下股东可以提出临时提案的最后一刻提出，万科的第二大股东宝能并没有机会再提出董事候选人与之竞争。因为万科实行累积投票制，理论上宝能应该至少可以推举两名董事进入董事会。尽管宝能在2017年初就声明

了自己财务投资者的身份，但是万科上下仍然对其是否有心进入董事会心存戒备。

万科最终于2017年6月30日召开了年度股东大会，深圳地铁提名的11名董事全部当选。创始人王石也在执掌万科37年后正式退出董事会。王石指定的接班人、原总裁郁亮当选新一届董事会主席。同时，王石也被授予“董事会名誉主席”的称号。

后记

至此，可以说万科管理层赢得了这场耗时两年的控制权争夺战，但是我们不禁要问，代价是什么呢？万科的胜利凭借的是中央和地方政府在股东和各利益相关方之间的斡旋，而非正常的法律程序，中央政府在过程中甚至不惜对敌意收购者喊话。深圳地铁在成为万科第一大股东之后积极参与公司治理。虽然深圳地铁董事长林茂德在万科股东大会上表示，会尊重万科的企业文化和运营管理，包括万科独具特色的“事业合伙人制度”[11]，但实际上，深圳地铁在万科董事会的4名非执行董事中占有3席，在监事委员会的两个席位中也占有一席。尽管上述深铁代表拥有的董监事席位的数量与原第一大股东华润集团曾经拥有的席位数量相当，但是新一届董事会成员实际上均由深铁提名，包括全部4名独立董事。虽然深圳地铁的这些举措会如何影响万科未来的自主权还有待观察，但一个有趣的现象是，万科的管理风格可能已经发生了一些变化——万科近期更多的在公开场合提到党委的存在以及党委书记由监事长解冻先生担任的情况。

从其他方面来看，万科的运营一切如常，有些方面甚至比以前有所进步。2018年2月5日，万科发布了调整董事和监事薪酬的公告[12]，公告中称万科的董事监事薪酬已经十多年未做调整，现行薪酬方案还是由2007年股东大会批准的。因此，董事会决定将非执行董事和监事的薪酬翻倍。董事会还决定对董事长的薪酬实行更严格的标准，调高奖金目标，并下调奖金比例。同时，从万科2018年3月27日公布的2017年度报告来看，尽管2017年公司现金流表现稍弱，但总体利润呈上升趋势，而且股价表现也不错。[13]

虽然万科最后赢得了这场耗时两年之久的收购战，但是其为此付出的代价可能会对公司未来的发展有着更深远的影响

事实上，2018年年初，就在大家都以为万宝之争的硝烟已经差不多消散的时候，万科的新任独立董事刘姝威用一封致证监会主席刘士余和证监会的公开信重新点燃了战火。2018年1月30日，刘姝威发出公开信，请求证监会命令宝能集团子公司钜盛华立即清盘旗下7个已经到期的资管计划（钜盛华通过9个资管计划共计持有万科10.34%的股份）。刘姝威声称该公开信是以万科独立董事的身份发出，而此举则是为了履行独立董事的忠实义务，保护中小股东的权益。但是刘的这一行为引起了各方非议，因为她动机不明，而且很明显在发布这封公开信之前她并未知会万科董事会。随后，宝能迅速发表声明，澄清实际上钜盛华已经和9个资管计划的相关方签署了补充协议，并延长了刘在公开信中提到的7个资管计划的清算时间。协议签署之后，一切操作合法合规。万科在4月3日发布公告，披露宝能集团决定出售其通过钜盛华持有的10.34%万科股份。

结语：治理问题

万科的控制权争夺战引发了各界有关治理和监管的许多思考。这场争夺战发生在万科，却映射出现代中国公司治理中许多普遍现象。

分散股权在中国的前景如何?

可以肯定的是，分散的股权结构在中国面临很多挑战。经历过20世纪80年代末的改制后，万科从一家国有企业转型为一家主要为民企所有的民营企业，业务发展迅速，建立了以职业经理人为核心的企业文化。但是万科在中国罕见的分散股权结构使其一次又一次地面临敌意收购的威胁。这自然让人疑惑：万科这类所有权模式在中国是否真的可行？虽然中国的监管机构应对迅速，遏制了激进的保险公司对万科的收购威胁，但最终的结果是万科又一次成为了一家由国有企业占主导地位的混合所有制企业。我们有理由相信这会对万科今后的管理风格和决策制定的自由度带来一定的影响。其中一个可见的损失可能就是万科曾经引以为傲的“事业合伙人制度”。此前，这一制度允许万科的职业经理人，包括总裁郁亮

在内，自愿以经济利润奖金中的集体奖金购买万科的股票。但是现在这一制度是否还会继续实行我们不得而知，即便继续，也很难说还能否达到过去的效果。

市场可以帮助解决争议吗?

看上去不能。虽然很多人认为宝能最终没能收购万科是一件好事，因为无论从品牌影响力还是管理层的声誉上来说，宝能都远不如万科。但这一案例中更值得令人深思的是，万科的前董事会主席王石最后宁可转向政府寻求帮助，也不向万科的中小股东求助。万科在投资者中享有的良好声誉在前文的简介中已经有所提及，因此一般情况下会以为，即便不是大多数，也应该有相当多的投资者会在宝能发起的董事会席位表决战中选择支持万科的时任董事会和管理层。而事实上，许多法律专家和财经评论人士本来也更希望看到万科能通过市场的力量，而不是依靠政府行为，来赢得这场控制权的争夺战。

从万科的角度来说，没有向股东求助的其中一个理由可能是，在宝能举牌之后，一些大型机构投资者的迅速离场。根据新浪财经报道，第一批离开的是新加坡政府投资公司、美林和瑞银。另外，2016年7月初，万科长达6个月的停牌结束后不久，安本资产管理公司（现安本标准投资管理公司）也彻底清空所持万科股票，随后惠理基金也卖出了持有的部分万科股票[14]。这背后的原因可能是中国的证券市场以个人投资者为主导，在这样的背景下，机构投资者鲜少参与公司治理，也缺乏渠道去识别和判断哪种治理策略对公司更有利。大部分投资者，不论个人或机构，只会追求短期回报。在这样的市场氛围下，万科没有转向投资者寻求支持也是情有可原。可以说万科很清楚自己是从国有企业起步，而且在之后的成长发展过程中也始终带着国企的基因。

中国是否需要制定更明确的收购监管法规?

毫无疑问，一个更容易理解、且对中小股东更公平的收购监管框架会有利于中国资本市场和公司治理的发展。但是这里我们联想到了几个问题。首先，防御收购的权力应该交给谁？公司法规定股东大会是公司的最高权力机构，管理层如果要动用公司30%或以上的资产必须由股东大会作出决议并批准，但是这条规定并不只是针对防御收购的情况[15]。证监会的《上市公司收购管理办法》中规定，要约收购一旦启动（收购比例达30%或以上），防御措施必须经由股东批准才可执行[16]。但是这条规定对于万科的股东并没有多大作用，因为宝能似乎没有打算收购超过30%的股份。事实上，结合中国公司所有权特征的实际情况，股东大会中的投票机制其实无法起到过滤不正当、不合理的反收购措施的作用。在股权高度集中的公司里，大股东可以轻易控制股东大会；而在股权分散的公司里，管理层就会想方设法地绕开股东大会来进行收购防御。

由于中国的公司治理发展尚未成熟，信息透明度有待提高，股东往往很难评断公司董事和高管在收购案中是否尽职和他们防御敌意收购的真实动机

其次，人们也很难界定目标公司的董事和高管在评估收购条件时是否确实履行了忠实义务，以及对收购者的审查应该达到怎样的程度。目标公司的董事在遭到敌意收购时所采取的防御手段有可能是为了保护公司的长期价值，也有可能是为了保护他们自身的利益，更有可能二者皆是。公司法和行政法规中对于勤勉尽责在防御收购情况下的要求并不明晰。法律需要更加明确在收购情形下管理层和股东双方职责和权力的划分。

再次，公司法本身对于某些具体法规应用的描述比较模糊。例如，万科认为其2014年3月选出的董事会在2017年6月换届时并未超出3年任期，因为公司法对于股东大会的明确间隔时间并未做出详细的规定。公司法第45条规定：

“董事任期由公司章程规定，但每届任期不得超过三年。董事任期届满，连选可以连任。”

从法律的字面意思上看，也确实存在以股东大会召开的年份，而不是以具体的天数和月份计算任期的空间。因此，“3年”的任期其实可以远远超过36个月。这样的解释就可能导致一个荒谬的结论，即若2016年的股东大会在第二季度召开，2019年的股东大会可以最晚在第四季度才召开，这样董事会的任

期就可以超过36个月，正如本案万科的实际情况。这显然是在钻公司法规定的漏洞。

无论是敌意收购方还是目标公司的管理层，都无法从现行公司法中获得足够的支持来实现自己在收购攻防战中的目的。因此，胜负反而取决于哪一方更会借助非正式手段来达到自己的目的。正如万科的例子中所呈现的，依赖政府和监管机构的非正式协商来形成一个快速、有效的防御手段已经成为了中国当今收购防御的一大特色。事实上，万科这一次最后给人留下的印象恰恰是凸显了中国政府对于市场监管机制是多么地信心不足。那么，试问中国到底希望公司的控制权市场向哪个方向发展？更值得一提的是，在万科的控制权争夺战发生前后，大量中国上市公司迅速修改了公司章程，加入帮助防御敌意收购的各种条款。

然而随着中国资本市场的不断发展，监管机构亟须出台一套更为健全的收购法规。无论公司的所有权结构如何，董事会或管理层单方面即可决定公司是否被收购的做法显然并不符合中国公司法的基本原则。既然中国的公司法判定股东是在公司决策链的顶层，股东大会是公司的权力机构，那么中国就应该像其他主要资本市场一样，将公司收购议案的结果交由股东大会的投票来决定。同时，也应该对董事在面对收购提案时的忠实义务作出更具体的规定。

尾注

1 万科网站，《万科发展大事记1983-2017》。请参阅: http://www.vanke.com/about.aspx?type=6

2 上市公司协会无公开报告。请参阅如下新闻: http://finance.people.com.cn/stock/n/2015/0213/c67815-26563389.html.

3 《机构投资者》，2017年7月。请参阅如下英文报道: https://www.institutionalinvestor.com/research/7067/Honored-Companies

4 王石、缪川，《王石：我与万科20年》，2006年，第113-125页，中信出版社

5 保监会，《中国保监会关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》，保监发【2014】13号，2014年2月19日发布。请参阅：http://www.circ.gov.cn/web/site0/tab5168/info3904709.htm

6 保监会，《中国保监会关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》，保监发【2017】9号，2017年1月24日起生效。请参阅： http://www.circ.gov.cn/web/site0/tab5168/info4058265.htm

7 保监会行政处罚决定书（保监罚【2017】13号）。请参阅： http://www.circ.gov.cn/web/site0/tab6527/info4060453.htm

8 保监会行政处罚决定书（保监罚【2017】14号）。请参阅：http://www.circ.gov.cn/web/site0/tab5168/info4060469.htm

9 《公司法》，第45、108条

10 万科，公司章程，第60条。请参阅：http://www.vanke.com/investors.aspx?type=15&id=3733

11 陈小瑛，《万科“芯”变，“郁亮+深铁”前路悠长》，华夏时报网，2017年6月30日。请参阅： http://www.chinatimes.cc/article/68665.html

12 万科, 香港证券交易所通函，2018年2月5日。请参阅：http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2018/0205/LTN201802051419_C.pdf

13 万科, 2017 年度报告, 2018年3月27日。请参阅: http://www.vanke.com/upload/file/2018-03-27/cd239c08-9dfa-4ffc-a244-2de9fa088c1f.PDF

14 Frederik Balfour，《随着万科股权之争白热化，掌管4000亿美元的资管公司抛售万科股票》，彭博社，2016年8月13日。请参阅如下英文报道：https://www.bloombergquint.com/china/2016/08/11/a-400-billion-manager-dumps-vanke-as-shareholder-fight-heats-up

15 《公司法》，第37、99、121条

16 证监会，《上市公司收购管理办法》，第33条，证监会【2014】第108号令，2014年11月23日起生效。请参阅：http://www.csrc.gov.cn/zjhpublic/zjh/201410/P020141024532445461742.pdf

专访——敌意收购也可能点石成金

张巍
法学博士，新加坡管理大学法学院助理教授；微信公众号“比较公司治理”创办人；2017年出版著作《资本的规则》。

张巍教授先后留学日本和美国十余年，对中国、日本和美国的公司法、证券法和收购管理相关的法规都有深入的研究。他在此段专访中和我们分享了他对于中国近几年发生的敌意收购案例和公司治理发展的看法。

1. 对万科控制权争夺这个案例有何看法？

在宝能对万科的收购中，宝能的需求也可能是做积极股东，争取董事会席位。因此从这个案例说开去，需要思考如何看待积极股东的政策问题。应当鼓励积极股东，因为研究表明，积极股东的参与对公司治理是件好事。而且在中国的资本市场中，散户比例很高，机构投资者本来不多。如果有积极股东能够站出来，增强对管理层的监督，是很好的。

万科案例中还存在管理层的收购手段问题。管理层事实上通过公共关系运作的方式争取舆论与政府的支持。但指摘敌意收购者的“身份”问题，是民营企业，不太得要领。防御者应该向股东证明哪一方更有利于公司价值和股东利益的提升。诉讼其实并没有成功，因为宝能的举牌并不违法。另外，停牌也是一种不好的手段，是有中国特色的，下面会详细叙述。

2. 对中国市场最近较为频繁发生的敌意收购有何看法？

首先是如何认识敌意收购的问题。有观点认为，市场可能比较短视，敌意收购未必是好事。当然，敌意收购不可能说每一起都是有效率的，但是平均来看，敌意收购的存在对公司治理、提高资本市场的效率有好处。所以，采取一刀切的态度，不允许敌意收购是不合理的。

当然，出于维护公司长期战略和利益的角度考虑，监管可以有一定的灵活性，可以允许目标公司反收购。但是有没有可能对反收购措施的实质进行审查，由监管机构或者法院去审查公司管理层为什么采取反收购。应当允许管理层抵御一些不受欢迎的收购。这要先看敌意收购本身有多少诚意，比如对目标30%股权的收购和100%股权的收购就不同。如果收购目标公司100%股权，就成为封闭公司，代理成本显著减少，应当是鼓励的。当然，以30%股权为目标的控制权收购，也并非不允许。

其次，中国发生的敌意收购问题。在中国，敌意收购大多不是对公司100%股权的收购，而是控制权收购，收购目标是取得公司30%左右的股权，从而取得公司的控制权。这是与中国资本市场的特点有关，因为壳资源非常重要，敌意收购者不会让上市公司退市。争夺控制权的结果就是公司依然有控股股东，只不过控制权发生转移而已。但对股份分散的上市公司而言，原来没有控股股东，在敌意收购者进入公司后有了控股股东，那么对公司治理未必是一个好事，也会产生中小股东保护的问题。这应当引起注意，是否需要特别的规则。

3. 对中国的敌意收购监管有何建议？

从整个市场来看，控制权的竞争是一个重要的公司治理手段，同时，可以留给目标公司一定的反收购空间。但是目标公司的反收购措施需要制约，无论是法院还是监管机构，要对反收购措施进行审查。不过，目前监管者的态度尚不明朗。

敌意收购的策略是多元化的。目前的趋势是要约收购开始出现。一个原因可能是举牌的监管日益严格，违规举牌可能要暂停股东表决权。对此我持怀疑态度。要约收购本身是敌意收购常见的策略，甚至可以向小股东分享一定溢价，也增加小股东在公司治理中的话语权和地位。

在防御措施中，停牌成为一种很重要的防御措施，是非常有中国特色的。这是一种非常不好的防御方式。这种方式切断了信息与股价之间的联系，导致整个市场关于目标公司的信息都无法传递；冻结了股份的流动，对中小股东和敌意收购者都有很大的伤害；同时，也杜绝了竞争者加入的可能。而且，从目前监管来看，停牌的有关规则不透明，如同黑箱，交易所也没有强制复牌的手段，产生了内部人机会主义行为的空间。所以停牌不仅会产生流动性问题，从公司治理的角度也会产生非常大的负面效应，内部人可以利用停牌抵御控制权变更而不受约束。

4. 对上市公司公司治理的立法与监管有何建议?

首先，要更重视资本市场发展对现有立法产生的冲击。公司法与证券法中有关公司并购的规定立法之时，资本市场上并购交易还不多，也大多发生在国企之间。但目前的发展就给立法带来了新的挑战。再比如，证监会对内部人减持实行从严监管，那么控股股东不采取股份出售的方式，而是采取表决权与收益权分离的交易方式，仅交易收益权，监管应当如何回应?

其次，用系统的视角去反思立法。例如，股东保护是重要目标，但保护股东需要立体、完整和全方位的框架。比如并购交易中，股东的表决权和异议股东股份回购请求权都是非常重要的。那么表决权如何行使? 要求多数决到底是保护中小股东，还是反而保护了内部人? 异议股东股份回购请求权如何行使? 股票如何定价? 中国的敌意收购主要是控制权非自愿变更，那么公司法对控股股东的约束，特别是关联交易的约束是否到位?

6.5 民生银行：拯救名声

简介

中国民生银行股份有限公司由创始人经叔平(1918-2009)和15名股东于1996年1月在北京成立，其中3名股东——山东泛海集团、希望集团和中国船东互保协会（泛海的盟友）——至今仍是民生银行的主要股东（见下表6.10）。作为中国第一家民营性质的全国性商业银行，民生银行于2000年12月和2009年11月在上海和香港证交所分别挂牌上市。

在成立民生银行之前，创始人经叔平曾经服务于中国的信托投资和贸易政策行业。他曾担任全国工商联主席，并担任全国政协副主席直至2002年。为肯定他对全国工商联作出的杰出贡献，1993年起经叔平任全国政协常务委员。他创办民生银行的初衷是想为中国银行业引进市场化操作。正因如此，民生银行创立之初，仅有15%的股份为国企所有。民生银行成立之后经叔平当选第一任董事长。

民生银行创始股东，1996年 表 6.10

	所持股份
广州益通集团公司	6.54%
中国乡镇企业投资开发有限公司	6.53%
中国煤炭工业进出口总公司	6.52%
中国船东互保协会	6.52%
山东泛海集团公司	6.52%
哈尔滨亚麻厂	6.52%
厦门福信集团有限公司	5.82%
宁波经济建设投资公司	5.43%
北京万通实业股份有限公司	5.37%
杭州通普电器公司	5.07%
昆明建华企业集团	4.35%
深圳前进开发公司	4.35%
希望集团有限公司	3.68%
哈尔滨岁宝热电股份有限公司	3.62%
郑州梦达实业有限公司	2.28%

资料来源：民生银行招股书

自成立以来，民生银行在中国就以其积极的扩张战略而闻名。由于充分认识到与国有银行在国企板块竞争的难度，民生银行的主营业务更侧重于向中小企业发放贷款和获得零售银行业务。事实上，这样的策略安排早在民生银行的命名中就得以体现：“民生”意指“人民的生计”。2017年7月，民生银行在《银行家》杂志评选的全球1000家大银行和《财富》杂志评选的世界500强排名中分别排名第29名和第251名。这是个非常了不起的成绩。

据称，现在的民生银行董事会里有“三驾马车”（主要股东）：希望集团、东方集团和泛海集团。而这3家集团的实际控制人——刘永好、张宏伟和卢志强均长期担任民生银行副董事长一职。尽管如此，也未能平息民生银行持续多年的控制权争夺战，公司所有权和董事会组成也历经变更。这在某种程度上也源于近几年来新金融和保险财团势力和财力的稳定增长。

民生银行主要股东，2017年末 表 6.11

		所持股份
1	香港中央结算（代理人）有限公司	18.91%
2	安邦集团及旗下子公司	15.54%
3	中国证券金融股份有限公司（“国家队”）	4.75%
4	中国泛海控股集团有限公司	4.61%
5	新希望六和投资有限公司	4.18%
6	上海健特生命科技有限公司	3.15%
7	华夏人寿保险股份有限公司	3.14%
8	中国船东互保协会	2.98%

民生银行主要股东，2017年末 4、5、8为创始股东
资料来源：民生银行2017年报，亚洲公司治理协会分析

上表6.11不但展示了民生银行在过去20多年中股权结构发生的巨大变化，还表明，经过这么多年，民生银行的主要股东仍为私营企业。

最具戏剧性的是，激进派保险集团安邦保险于2014年末至2015年初在二级市场大量购买民生银行股票，并以惊人的速度获得了一个董事席位。2014年11月，就在安邦首次举牌前不久，安邦人寿董事长姚大锋被提名为民生银行董事。截至2017年9月30日，安邦已通过旗下3家公司共计持有民生银行15.54%的股份，正式成为了第一大股东。但安邦在民生银行的地位和影响力因其董事长吴小晖2017年6月的被捕而受到了影响。吴小晖当时被报道因非法融资、贪污和其他经济犯罪接受调查。2018年2月底，该事件又有了新进展。政府宣布中国保监会及其他几间金融监管机构将共同接管安邦运营，为期一年。而吴小晖本人也因涉嫌经济犯罪而被提起公诉。

民生银行另一个值得一提的股东则是被称为“国家队”的证金公司。证金公司曾于2017年上半年大举增持民生银行的股票。“国家队”是中国投资者在2015年6月的“股灾”过后给当时奉命救市的证金公司取的昵称。尽管证金公司持股大部分是国有企业，但在截至2017年6月底的半年内，证金公司对民生银行大幅增持，持股从4.06%迅速升至4.99%，成为了当时的第二大股东。尽管截至2017年底，证金公司的持股比例有所回落，但其增持民生的原因至今仍不得而知。

至于其他的前十大股东，他们有的是为了追求长期回报的财务投资者，有的是意图控制民生银行的战略投资者。2017年11月，民生银行的股权结构又发生了新的变化。华夏人寿增持至4.13%，并与持股2.92%的东方集团成为一致行动人，两家联手成为了共同持有7.05%股份的第二大股东。不久之后的2018年1月22日，中国泛海集团也将持股从6.01%增至6.94%。

治理挑战

民生银行成立初期，创始人经叔平为了建立一个示范性的治理结构可谓历经坎坷。在他的领导下，民生银行是2000年前中国为数不多的设置独立董事职位的公司之一，早于证监会2001年发布的强制规定。然而，近几年来民生银行复杂的股权结构，不出意料地为董事会的组建和领导力的发展带来了前所未有的治理挑战。民生银行的内部控制系统也随着近年来不断爆出的丑闻而受到了市场和监管机构的密切关注。

姗姗来迟的新独立董事……

尽管是中国最早一批任命独立董事的企业之一，近年来民生银行在独立董事委任方面的表现并不那么尽如人意。2016年8月，民生银行收到北京证监局的监管函，要求其“改善公司治理结构，加快独立董事选聘”，原因是当时的3位独立董事“已经不再履行职责”。秦荣生、尤兰田和巴曙松3位董事分别于2014年3月、4月和7月辞任。而民生银行2016年10月才召开临时股东大会，以3名新候选人刘纪鹏、李汉成和解植春取代辞任的3位董事[1]。

值得注意的是，尽管民生银行此举很明显违反了香港联交所关于独立董事辞任后3个月内必须委任新董事的上市规则，香港证交所至今并没有针对这一问题对民生银行采取任何公开的监管行动。

.....还有新的董事会

除了独立董事，超时的还有民生银行的第七届董事会和监事会。民生银行2017年2月20日召开临时股东大会选举第七届董事会和监事会时，上一届董监事会已经超期服役两年。根据公司法规定，董事每届任期不得超过3年，任何公司章程或股东大会决议都不可以凌驾于这条规定之上[2]。然而民生银行的这一行为并未给其经营带来任何麻烦，民生银行方面也未曾披露延期换届的原因。一个可能的原因是银监会一直没有批准安邦在民生银行的股东资格，而在第一大股东的身份认证尚未明确的情况下选举新一届董事会难度较大。

管理层的集权行为

面对不断变化的股权结构为公司发展带来的种种隐患，民生银行管理层的对策是将更多权力集中在两位主要的管理层成员之中——在2017年2月的临时股东大会上，董事长和行长的权力范围被扩大了[3]。主要变化包括：

- 公司章程里关于董事长和副董事长任期的上限被取消了。之前，公司章程明确规定连任不得超过两届，并且除非董事会认为必要，任期不得延至第三届。
- 董事长可以直接任命行长和首席财务官，无需通过提名委员会。另外，董事长可以担任提名委员会的召集人，而这一职能此前只能由独立董事履行。
- 行长可以提名包括副行长和首席财务官（部分职能与董事长共享）在内的关键职位，还包括行长助理、首席风险官和首席信息官。

民生银行的管理层认为这些权力是用来抗衡潜在的大股东影响力，以及在银行进行公司治理改革期间提供领导层连续性的必要条件。至于所指改革内容为何目前尚未明晰。在这次大会中，洪崎连任董事长，尽管他已经略微超过60岁的法定退休年龄。几名民生银行的内部人士向《新京报》透露，洪崎的连任是为了稳定各方股东，以确保未来发生变动时公司经营仍具有连续性。

面对不断变化的股权结构为公司发展带来的种种隐患，民生银行管理层的对策是将更多权力集中在董事长和行长的手中

分裂的董事会

事实上，不难理解为何民生银行的管理层如此担忧股权结构的稳定性和公司经营的连续性。如下表所示，民生银行不同寻常的分散股权结构在其董事会组成中显露无疑。至少有7个股东团体任命了一名或以上的董事代表其利益。

民生银行董事会的另一个吊诡之处在于，虽然18名董事中包括全部独立董事在内的15人的任职资格已获银监会批准，但是两位由安邦提名的董事，姚大锋和田志平，以及代表华夏人寿的翁振杰的任职资格却迟迟未获批准（截至2018年6月）。根据中国银行业的监管规则，未经银监会批准的董事将不得履职，其任期始于批准之日，而非股东大会决议通过之日。因此，民生银行两个最大股东的权益在董事会组成中其实并没有得到有效的体现，而现在安邦又已经丧失了其作为私营企业的影响力。

另一点值得注意的是，尽管1996年作为“非国有银行”成立，民生银行却从成立初期就设有党委和纪委。但与国有银行不同的是，民生银行现任党委书记不是由董事长而是行长郑万春出任。同时，虽然民生银行披露了管理层在党委中的职务，但是却没有披露董事会成员在党委中的职务。事实上，尽管早在1999年就成立了党委和纪委，民生银行的章程里却至今都没有提及“党委”或“党”的字样。

另外，民生银行现任董事会18名成员中有3名执行董事，9名由股东任命的非执行董事，以及6名独立董事。虽然在任命独立董事方面起步较早，如今的民生银行却和中国大多数上市公司一样，仅仅满足

了2001年后再无修订的《上市公司治理准则》中对于董事会组成三分之一为独立董事要求的底线。

第七届董事会 （2017年2月20日选举产生） 表 6.12

	姓名	职务	代表股东	所持股份（A+H 股）
1	洪崎	执行董事、董事长	-	-
2	卢志强	股东董事、副董事长	中国泛海	6.94%
3	张宏伟	股东董事、副董事长	东方集团+华夏人寿	7.05%
4	刘永好	股东董事、副董事长	新希望六和	4.18%
5	梁玉堂	执行董事、副董事长	-	-
6	郑万春	执行董事、党委书记	-	-
7	姚大锋	股东董事	安邦	15.54%
8	田志平	股东董事	安邦	15.54%
9	吴迪	股东董事	福信集团	1.84%
10	翁振杰	股东董事	东方集团+华夏人寿	7.05%
11	史玉柱	股东董事	上海健特生命科技+ 晶辉	4.97%
12	宋春风	股东董事	中国船东互保协会	2.98%
13	郑海泉	独立董事	-	-
14	解植春	独立董事	-	-
15	刘宁宇	独立董事	-	-
16	彭雪峰	独立董事	-	-
17	刘纪鹏	独立董事	-	-
18	李汉成	独立董事	-	-

7、8、10三位董事的任职资格尚未获得银监会批准
资料来源: 网络信息结合ACGA研究

漏洞百出的内部控制

伪造的理财产品

2017年4月13日，民生银行北京航天桥支行行长张颖被逮捕，因涉嫌欺诈接受调查。民生银行于4月18日发布公告，承认了这一事件，同时声明已“成立工作小组来积极配合警方的调查”[4]。

随后在4月28日的公告中，民生银行补充道，张颖和该支行部分工作人员用伪造的理财产品和公司印章欺骗客户[5]。民生银行还说明，“截至目前为止，涉案金额接近16.5亿元人民币，初始预估的涉案金额不会超过媒体此前所报道的金额，涉及约150多位客户”。此前媒体曾报道此次的涉案金额可能高达30亿元人民币。

此案中，受害人几乎都是被高收益率所欺骗，购买了一款声称等待转手的理财产品。受害人均被告知此产品的初始投资人由于资金紧张亟需出售，并愿意放弃已经赚得的4.2%的收益，使新投资者在不到半年的时间里便可获得超过8%的收益。另外，银行员工还告诉投资者，只有账户里拥有1000万元人民币以上的忠诚客户才有资格购买这款“特殊产品”。

然而，这笔资金其实并未进入民生银行的账户，相反，却用于掩盖一笔涉案人员此前批准的虚假贷款，而这笔贷款是用于填补一笔面值30亿元人民币的商业票据的违约。此案浮出水面是由于一名购买了该理财产品的投资者碰巧向在另一间民生银行支行工作的朋友询问这款产品，却被告知这款产品并不存在。这位投资者随即将此情况告知北京分行，此后北京分行向警方报案，逮捕了张颖。

讽刺的是，在此案之前，航天桥支行由于出色的销售业绩曾是民生银行的“明星支行”。在第二份

公告里，民生银行称其会“采取可行的方式”向投资者返还本金，并称“后续相关事宜将根据最终司法判决结果再作处理”。

据了解，此案曝光之后，银监会已将之作为典型案例，告诫其他银行加强内部控制和合规操作。大部分遭受损失的投资者如今已拿回本金，尽管一些大额投资者仍在与银行协商赔偿。

停不下来的“飞单”

中国某些银行的内控和审计缺陷还会导致另一个常见的违规行为——出售未经授权的理财产品，也就是所谓的“飞单”。银行员工通过出售这些理财产品来赚取额外的佣金。在大部分案件中，这些产品皆声称可以带来“保底”高收益来吸引客户，但往往选择隐瞒产品潜在的高风险。

近年来，中国飞单案件的数量迅速增长。始见于2012年的华夏银行，其他曾经涉案的大银行还包括中国农业银行和平安银行。尽管银监会已经采取多项措施整治这一违法违规行为，但类似案件仍然屡见不鲜。

“萝卜章”

内控系统不健全导致的一个漏洞就是伪造公司印章。其实这一问题可以说在中国的金融机构中普遍存在。仅2016年一年就有超过22家金融机构因涉嫌使用伪造的印章（也就是所谓的“萝卜章”）接受调查，其中包括中国农业银行、平安信托、中国广发银行和国海证券等。每一起案件中都有大量的金融机构遭受牵连，涉案金额从数百万至数十亿元人民币不等。

在中国，伪造公司印章是严重违反《刑法》的行为，最高可判处十年有期徒刑[6]。然而在可见的高回报下，许多人仍然愿意铤而走险。其中主要原因是公司印章在中国处理各种文件时的重要性及其相对于签名来说更容易伪造的事实。其次，许多公司内控系统不完善，使一些犯罪分子存在认为自己的违法行为不会被发现的侥幸心理。

以下评论来自一位中国一线律师事务所的高级合伙人：

“对于在中国投资的外国投资者而言，一个很大的文化区别在于中国很多时候只认公章，而西方国家通常只认签名。而且，公司法定代表人的定义在中国和在西方国家是不同的。在中国，只有公司法定代表人的印章才可以代表公司批准决策。而在西方国家，每一个重要决定都需要经由董事会全体成员投票批准并签名。

“在某些情况下，由于外国投资者没有了解到公司印章在中国的重要性，甚至使得一些海外的大股东被国内的小股东（比如本地的管理团队）霸凌，因为知道前者无法轻易接触到公司印章。在某些极端的例子里，如果公司不肯盖章，外国投资者甚至连要卖出股份退出都无法做到。”

其实在此次民生银行伪造理财产品的案件中，我们了解到至少有些投资者在购买前是意识到这款转让产品是未经银行授权出售的。但是，在诱人的回报面前，他们仍然决定冒险购买这款产品。这也从侧面解释了为什么在中国消灭飞单如此困难：由个人投资者主导的市场意味着，想要提高整个投资群体的成熟度，国家还需要投入大量的资源和时间。

民生银行案件曝光之后，银监会于2017年3月30日下发了关于“双录”的47号文，旨在打击飞单和其他银行间带有误导性的销售。与此同时，银监会还开展了打击银行员工合谋伪造理财产品的系列活动。

2017年11月30日，北京银监局宣布了对于这起案件的行政处罚决定——责令民生银行北京分行改正，并给予合计2750万元人民币罚款的行政处罚；给予包括张颖在内的3位主要涉案人员取消终身的董事、高级管理人员任职资格，并禁止终身从事银行业工作的行政处罚[7]。据统计，此次的罚款金额为

2017年银监会各地方分局宣布的500多次行政处罚决定之中最高的。

然而，航天桥案件并不是民生银行2017年被爆出的唯一的违法行为。事实上，光2017年上半年，监管机构就对民生银行集团及其全国各支行开展了30次执法行动。其中29次是由银监会及其下属单位执行，一次是由央行的地方办公室执行，罚金总额接近2亿元人民币。根据银监会网站显示，同一时期内，不管是执法行动的次数还是罚款金额，都没有其他银行打破这一记录。

有些人或许认为，罚金的数额与民生银行的财务表现相比微不足道。2017年上半年，民生银行净利润高达281亿元人民币，同比增长3.2%。2016年全年更是录得478亿元人民币的总净利润，同比增长3.8%。尽管财务表现差强人意，民生银行A股和H股的股价却在2017年上半年分别下跌了5%和9.8%。

管理层的“厄运”

尽管不是国有银行，民生银行的管理层却与中国政府官员有着千丝万缕的联系。2015年1月，民生银行前行长毛晓峰被中纪委带走，协助调查令计划腐败案件。根据《新京报》报道，毛曾帮助多位北京高官的夫人在民生银行长期任职并取得高额报酬。

从公开信息来看，外界很难不将民生银行近几年收到的一系列监管处罚与其多位高管的先后“落网”联系起来

2017年4月，有报道称民生银行前副行长赵品璋也在机场被带走协助调查。根据《财新》报道，对赵的调查可能与民生银行此前向中铁集团某子公司发放的一笔问题贷款有关。赵曾经负责民生银行的授信评审和风险管理两个部门多年，也曾为银行会计工作的负责人。

此外，据报道，民生银行前首席信息官林晓轩去年因涉嫌“严重违纪行为”被银监会立案审查。当年11月6日，中纪委宣布林因收受贿赂被开除党籍，此案已移交司法机关。有意思的是，尽管民生银行在2017年2月就任命林为首席信息官，根据公司公告显示，他的任职资格其实在被捕前一周才刚获银监会批准[8]。据悉，对林的调查与其在民生银行的职务无关，而是与他此前在中国农业银行担任执行副行长时的工作相关。民生银行随后开除了林，但至今尚未透露谁将接任。

央行“史上最大罚单”

2018年3月16日，央行宣布了对于民生银行厦门分行（新兴支付清算中心）的行政处罚决定。[9]处罚内容包括给予警告，没收违法所得约4842万元，并处罚款约1.15亿元，罚金为违法所得的近3倍。在公告中，央行给出的处罚原因是“该清算中心违反清算管理规定、人民币银行结算账户管理相关规定、非金融机构支付服务管理办法相关规定”。此次处罚堪称央行的“史上最大罚单”。

据财新报道，民生银行厦门分行的新兴支付清算中心曾直接与45家线上第三方支付平台有关联，这些平台中有一些甚至还没有获得执照。但是，该中心仍然为这些平台提供清算服务，并帮助其中一些未获执照的机构成为多家商户的正常支付渠道。

结语

作为中国的第一家非国有商业银行，民生银行在早期就创建了一套切实可行的成功的商业模式，也正是这套模式使其得以在以国资控股为主导的银行业当中开创了一条属于自己的发展道路。但是成功恰恰也导致它成为了控制权争夺的目标，造成了股权结构的分散和董事会组成的不断变动。民生银行在内控系统上曾经存在的漏洞和激进的发展风格恰恰表明，该行对于治理问题应时刻保持高度警惕，加强董事会领导力，并对管理层进行有效监督。尽管目前看来财务表现良好，但上述问题明显已经损害了民生银行的声誉，并体现在了股价上。对于民生银行的投资者而言，最关键的问题是新一届的董事会能否有效调整银行的运营和公司治理情况，以弥补已经受损的声誉，从而重新赢得市场的信心。

以下来自2018年2月对民生银行一位大股东的采访：

“民生银行在中国是一家特殊的银行，不仅因为它庞大的资产规模，还因为它大部分的股份都由非国企持有。但是，凡事都有利有弊。一方面，民生私有的性质使其在开展业务的时候受到的约束相对较少，经营上更具有灵活性；但另一方面，有时我们感觉它的决策制定过程有点过于灵活。决策制定后短时间内又被撤销的情况不在少数。

“一个重要的问题就是不同股东团体之间的权力争夺。尽管在新行长的领导下，民生银行的业绩有所提升，但长时间的权力争夺战还是使其业务在一定程度上受损。最开始民生银行是试图扩张它的中小企业业务版图，但随后就进入了一场持久的所有权争夺战。最后，董事会的换届一延再延，而一些商业计划也不再被公司提起。

“最后一点是，虽然民生银行并非国有，但它仍受银监会的监管。这就意味着民生银行的所有重大决策，例如董事会人员的任命，都必须获得银监会的批准才能生效。直到今天，安邦仍然是民生的第一大股东，但由于安邦近几年来不断传出的丑闻，可以肯定地说银监会不会批准安邦方面提出的任何提案。也就是说，尽管安邦在名义上是第一大股东，但其实它在民生银行的重大决策上并没有实际发言权。”

尾注

1 民生银行，临时股东大会表决结果，2016年10月30日。请参阅：http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2016/1030/LTN20161030033.pdf
2 《公司法》(2005), 第45条
3 民生银行，临时股东大会表决结果，2017年2月21日。请参阅：http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2017/0221/LTN20170221021.pdf
4 民生银行，公司公告， 2017年4月18日。请参阅：http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2017/0418/LTN201704181306.pdf
5 民生银行，公司公告， 2017年4月28日。请参阅：http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2017/0428/LTN20170428225.pdf
6 《刑法》(1997), 第280条
7 北京银监局行政处罚决定，〔2017〕22号。请参阅：http://www.cbrc.gov.cn/beijing/docPcjgView/D5444947F95244218AE307A534E641FE/26.html
8 民生银行，关于高级管理人员资格核准的公告，2017年8月15日。请参阅：http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2017/0815/LTN201708151035_C.pdf
9 中国人民银行行政处罚决定，〔2018〕1号。请参阅：http://www.pbc.gov.cn/zhengwugongkai/127924/128041/2161421/3499854/index.html

6.6 腾讯控股：一体两面

简介

自2004年6月在香港上市以来，腾讯控股(0700)已跃升为香港证交所市值最大的公司：至2018年6月中旬，腾讯市值已达到3.94万亿港币（约合5050亿美元），超过排名第二和第三的中国建设银行和汇丰银行市值的两倍，逼近中国移动市值的2.5倍。[1]尽管存在一些客观因素，例如现在互联网概念股备受追捧，中国电讯市场较高的准入门槛，以及内地市场巨大的发展潜力，腾讯能取得如此惊人的成绩，主要还是归功于其成功的发展战略和良好的经营管理。

腾讯的另一个特别之处是它与中国其他互联网巨头明显不同的公司治理结构。腾讯既不像阿里巴巴那样设置名义上的“特殊合伙人”制度，将控制权集中在少数高管手中（尽管这些高管中无人持有公司大量股份）；也不像在美国上市的百度、京东和新浪那样，采用同股不同权结构来保护自己。与众不同的是，腾讯采用的是同股同权结构，由此维持其主要创始人与主要外国投资者南非报业(Naspers)之间的势力均衡。同时，由于在香港上市，腾讯按照监管要求每年召开股东大会。这对于在中国上市的公司来说或许并不稀奇，可是相比在美国上市的其他内地互联网公司，例如百度和京东，由于美国监管机构给予外国私人企业豁免权，这些公司并不需要每年召开股东大会。

与其他所有公司一样，腾讯也经历着成长的烦恼

然而，就像其他所有公司一样，腾讯也经历着成长的烦恼。还没等腾讯在自己商业模式和股价的成功中沉醉太久，市场已经开始向它抛出一系列有关其公司治理的问题。自2004年上市以来，腾讯董事会的结构和组成几乎没有发生变化。近几年的股东大会投票结果显示，股东对于某些非执行董事的反对声音越来越大。同样的情况也出现在了针对公司股票发行授权和股票期权计划的提案表决上。同时，社会和监管风险方面的问题也日渐突出。考虑到腾讯庞大的规模、在市场上的地位和分散的股权结构，公司管理层如何应对这些问题将会为投资者带来重要的参考价值。同时，面对国际市场所预期的公司治理水平，腾讯的适应性和敏感度也可以为其他中国民营科技企业带来启发。

所有权和上市

从某种意义上说，腾讯的公司架构与其他同类型的中国公司并无二致，采用的都是典型的“协议控制结构”（又称“VIE结构”）。其前身腾讯计算机系统有限公司于1998年11月在中国成立。一年后，南非的一家互联网和娱乐公司南非报业表达了投资意向。腾讯计算机因此于1999年底重组了营运结构：在英属维京群岛成立了一家控股公司——腾讯控股；同时在中国成立了一家外商独资企业——腾讯科技。这样的结构安排是为了规避中国政府对于境外资金直接投资提供增值类服务的通讯行业的限制。2004年，腾讯成立了第二家外商独资企业——时代朝阳科技。同年，为了准备在香港的上市，腾讯控股将公司所在地改到了开曼群岛。

由于中国不允许外商独资企业持有互联网及其他电信增值类服务的牌照或运营相关业务，腾讯控股只能通过两家本土公司来开展这类业务——即最初的腾讯计算机和第二家名为世纪凯旋的公司。这两家公司都由腾讯的主要创始人成立并持有，而且两家公司都与之前提到的外资企业腾讯科技和时代朝阳签署了“架构合约”。通过架构合约，两家外资企业用软件、信息咨询及科技咨询等服务，来交换两家本土公司运营的剩余现金。腾讯在2004年的招股书框架[2]中指出，通过架构合约，这两家本土公司还授予了两家外资企业其他经济权益，包括在中国法律允许时以象征性的价格收购本土公司，无偿拥有本土公司的知识产权等主要核心资产，以及两家本土公司全部股票的质押权。

不同寻常的所有权结构

但另一方面，在进入香港市场时，腾讯控股更加稳定的治理结构也使得它有别于恒生指数中的其他公司，以及其他中国民营企业：

- 上市之前，腾讯控股的股份由两个股东团体平分：50%由12位创始人（其中5人为主要创始人）持有，另外50%由南非报业持有。
- 非常强势的股东协议，约定由创始人任命首席执行官，由南非报业任命首席财务官。
- 腾讯上市后的第一届董事会成员包括两名执行董事（均为创始人），两名代表南非报业的非执行董事，以及3名常驻香港的独立董事（其中一名是中国香港人，另外两名是英国人）。换句话说，这届董事会的成员中有半数以上不是中国人，而且独立董事的比例为42%。

与其他许多新上市公司不同的是，腾讯不仅仅在字面上满足了香港交易所的各项上市要求，还或有意或无意地，在上市前和上市过程中均采取了一系列完善公司治理的举措：

- 两位非执行董事在上市前很久就加入了董事会：Antonie Andries Roux于2002年12月加入，Charles St Leger Searle于2001年6月加入。
- 2003年9月，腾讯任命了一位非常有经验的公司秘书刘淑仪。
- 所有3位独立董事均有着丰富的商业或（和）财务经验：李东生是一家香港消费电子设备公司的董事长；Iain Bruce是从业多年的审计师和会计师；而Ian Stone则对于通讯和移动电话行业有着丰富的经验和独到的见解。

那么为什么当纳斯达克已经提供了同股不同权结构的选项，腾讯还会选择在香港上市，采用同股同权的股权结构呢？关于这一点，腾讯董事长马化腾在其自传中曾经提到，当年选择上市地点的时候，有6家投资银行建议香港，4家建议纳斯达克，3家建议在两地同时上市。马化腾解释说，最后选择去香港上市，主要是想从众多内地互联网公司中脱颖而出，因为当时腾讯是同业中唯一符合香港严苛上市条件的公司。[3] 腾讯也向亚洲公司治理协会透露，另一个原因是管理层想在地理位置上离公司主要的机构投资者们更近一些。

所有权变动

就在本案例分析初稿完成的后一天，2018年3月22日，南非报业通知腾讯自己已经出售2%的腾讯股份，持股比例从约33.17%降至约31.17%。南非报业并未披露此次减持的实际原因。

目前的治理情况

稳定性

自上市以来，腾讯的董事会结构基本没有改变：仍然是两名执行董事（董事长兼首席执行官马化腾和公司总裁刘炽平）；两名南非报业任命的非执行董事；独立董事则由3名增加到4名，不过第4位独立董事是2016年7月才任命的。

腾讯董事会和管理层的构成也很稳定：目前8位董事中的5位自公司上市以来就一直在位，其中包括3名初始的独立非执行董事。董事会里曾经出现过3名执行董事，除了马化腾和刘炽平之外，第3位是腾讯的主要创始人张志东，但他已经于2014年3月和9月分别辞去董事和首席科技官的职务。

同时，另外两位主要创始人，前首席运营官曾李青和首席行政官陈一丹也分别于2007年和2013年离职。3位已经离职的主要创始人都继续担任着腾讯的各种顾问角色，张和陈至今仍部分持有上文提到过的腾讯的两家本土运营公司。

变化

随着腾讯的业务日渐复杂，可想而知，其公司治理结构也在不断演化。腾讯的董事会专门委员会已经从上市时期的两个增加到5个：除了上市时就有的审计委员会和薪酬委员会，还增加了公司治理委员会、投资委员会和提名委员会。腾讯在一些方面仍然保持着最佳的公司治理实践，例如审计委员会和薪酬委员会的主席都由独立董事担任，不过这其实也是应香港上市规则的要求。[4]在另一些方面，腾讯却并没有达到最佳公司治理的标准，特别是审计委员会没有完全独立（其中一名成员是来自南非报业的非执行董事Charles Searle）。提名委员会也是由公司董事长马化腾担任主席，且每年最多只召开一次会议。

好消息是，腾讯于2012年3月开始施行《股东通讯政策》[5]，确保股东可以获取“即时、平等、定期和及时的公司重大讯息”。另外，腾讯是香港主板上市的公司中少有的发布未审计季度财务报告的公司，包括损益表、资产负债表、简要的业务回顾及展望，以及依据国际财务报告准则编制的公司业绩和非通用会计准则的财务计量之间的差异，因为腾讯认为这些都是对投资者有用的信息。[6]尽管香港的上市规则中并没有这样的要求，腾讯却为了给它的股东提供更多可以与其他在美国上市的竞争对手相比较的信息，一直坚持每季度进行披露。

挑战

对于只是通过流行的网络游戏、飞涨的股价、或者无所不在的微信而认识腾讯的人而言，可能很难理解为什么近年来腾讯的一些独立股东会频频发声，对其公司治理和风险管理感到担忧。

对董事的反对票

如下表6.13所示，可以说腾讯的独立股东们对于他们有投票权的执行董事的表现还是比较满意的（尽管他们对于马化腾连任董事长并无投票权）。然而，非执行董事Charles Searle的反对票却是日益攀升，而两名服务多年的独立董事Iain Bruce和李东生的反对票更是自2015年开始增幅明显。虽然2018年独董Iain Bruce的反对票大幅减少，但是独董李东生的反对票却仍然居高不下。另一点值得注意的是，2017年的投票结果显示，股东们对于最新上任的独立董事杨绍信好像也不怎么买账。

市场的担忧 表 6.13

腾讯股东大会：对董事的反对票，2012-18年

董事名称	董事类型	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
马化腾	执行董事	*连任无需投票*						
张志东	执行董事	-	1.3%	*2014年3月辞去董事职务*				
刘炽平	执行董事	-	-	2.2%	-	-	3.1%	-
Charles Searle	非执行董事	-	-	4.5%	-	-	7.2%	-
Jacobus Bekker	非执行董事	-	2.0%	-	-	2.5%	-	-
Ian Stone	独立非执行董事	-	1.3%	-	-	1.4%	-	-
Iain Bruce	独立非执行董事	2.6%	-	-	26.0%	-	-	3.5%
李东生	独立非执行董事	3.6%	-	-	27.6%	-	-	23.1%
杨绍信	独立非执行董事	*2016年7月上任*					13.4%	-

注: 所有数字保留至一位小数。
资料来源: 公司公告

根据市场反馈，股东们对Charles Searle投反对票的主要原因是他在董事会任期过长，以及反对他进入审计委员会。2017年著名代理投票机构Glass Lewis建议股东对Charles的连任投反对票，理由是他的连任会影响审计委员会的独立性。而投资者对Iain Bruce和李东生投反对票则有几方面的原因：有些投资者觉得两人的任期过长，有些是直接听从了代理投票机构的意见。例如， Glass Lewis曾于2015年建议对二人投反对票，原因是这两位董事在上一年度出席董事会会议的次数不到75%，而且他们同时在太多的上市公司中兼任董事。Glass Lewis同时认为对Bruce投反对票是合理的，因为他作为审计委员会的主席，却未能发现公司之前对负责外部审计的普华永道会计师事务所的非审计服务支付了“过多的费用”（同年审计费用的1.3倍）。[7]就在2018年5月中旬股东大会召开前，Bruce在4月初宣布卸任审计委员会主席，由

杨绍信董事接任。2017年的非审计费用也降到了一个更加合理的范围——大约是同年审计和审计相关费用的23%。此外，Bruce在2017年出席了所有董事会和专业委员会的会议。在2018年的股东大会上，针对他的反对票因而大幅减少。然而，由于李东生在2017年只出席了公司4次董事会议的一半，针对他的反对票比例并没有明显变化。

同时，无论是在女性董事的比例上，还是引入新的专业人士方面，腾讯董事会显然都缺乏多样性。而且，作为香港交易所最大的上市公司，腾讯的董事会规模偏小。很难想象仅有的这几位董事是如何肩负起引领和管理像腾讯这样庞大且业务复杂的公司的重任的。腾讯方面对此的回复是，管理层近年来通过一支不断成长、能力出众的支持团队，为董事会提供了更加专业、高效且实际的支持。员工的稳定性也尤为重要——比如公司的首席秘书自2003年就没有更换过。腾讯还指出，公司已经意识到了董事会亟须更新的需求，这也是提名委员会和管理层现在的工作重点之一。

至于新上任的独立董事杨绍信，针对他的反对票显然和他的任期长度无关，可能的主要原因是他之前是负责腾讯外部审计的普华永道的主席和高级合伙人，所以有些股东不免质疑他的独立性。事实上，杨于2015年6月30日从普华永道退休，并正好在一年零一天之后，于2016年7月1日被任命为腾讯的独立董事——刚刚满足香港联交所上市规则里对于前专业顾问担任独立董事须有一年“冷却期”的规定，而这一规定在大多数投资人眼中已经过时了。[8]

此外，股东对于马化腾的连任没有投票权这一点也令人匪夷所思。这一规定来自腾讯公司章程中的第87条（1）——其余董事均适用每3年轮流退任的要求（每次三分之一的董事会成员），而“董事会主席及/或本公司董事总经理在担任该职务期间不须受到轮流退职的限制，且于每年确定退职的董事人数时不须计算”。这一条款在公司原先的章程中就存在，在2014年5月股东大会批准的修订版中仍然予以保留。既然99.91%的股东对这一修订版投了赞成票，那么腾讯也有理由相信要么是股东们并不在意此事，要么是他们在投票前并没有仔细阅读章程。尽管如此，腾讯的这种安排似乎还是过于小心了，也剥夺了广大股东对于董事长或首席执行官的工作表现发表意见的权利。从公司治理的角度来说，这肯定不能说是最佳实践，甚至算不上是好的治理规范。

对股票发行授权的反对票

如下表6.14所示，独立股东们一直以来都强烈反对腾讯每年对于以非公开发行方式（即选择一部分投资者，而非全部投资者）折价发行新股的“一般授权”的延期申请。股东们也一再反对“补发授权”——即允许腾讯通过补发之前回购的股票的方式，在任意一年增加非公开发行新股的规模。2018年，针对这两项授权议案的反对票比例都有所增加。

强烈反对 表 6.14

腾讯新股发行和补发授权的反对票比例, 2012-18年

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
新股发行授权	24.3%	24.5%	24.7%	26.8%	25.5%	24.8%	30.1%
补发授权	23.6%	24.2%	23.9%	26.0%	24.6%	23.6%	28.4%

资料来源: 公司公告

不过股东对于这两种决议持续反对，并不是针对腾讯使用这两种授权的方式。事实上，腾讯一直以来在操作上都十分负责任。股东们的反对声音其实是反映了香港公司治理的两个大方向。首先，中小股东非常不喜欢非公开发行股票所带来的稀释作用：香港的上市规则允许公司以最高20%的折价发行最多占总股本20%的新股，还可以通过补发已回购股票的方式再最多增发占总股本10%的股票。这条规则被认为是不合理而且不公平的。投资者虽然可以理解公司（尤其是在新兴市场发展的公司）有时有快速筹集资金的需求，但还是希望像腾讯这样管理良好的公司能够自愿降低授权发行的比例（大多数机构投资者可以接受每年5-10%的授权比例）。其他许多在香港上市的蓝筹股已经做出了改变。但是腾讯目前还是像以前一样每年要求20%和追加10%的授权比例。

其次，这些投票趋势也反应了一个现象，即还是有相当多的机构投资者听从了国际代理投票公司ISS和Glass Lewis的建议， 在香港市场对有关这两项授权的决议投反对票。

值得注意的一点是，如果公司这类决议的投票仅限于独立股东的话，那么腾讯的一般授权决议通常都无法通过（这也适用于香港的大多数上市公司）。事实上，来自独立股东的有效反对票在2018年增幅明显。下表6.15解释了原因：

中小股东拒绝授权 表 6.15

腾讯新股发行授权的投票情况，2017-18年

	2017	2018
可在腾讯年度股东大会投票的全部股数（票数）	9,477,483,498	9,503,686,366
对新股发行授权决议投票的全部股数（票数）	7,455,346,853	7,058,433,963
减去控股股东合计拥有的股数（票数）	3,978,709,400	3,780,731,100
所有剩余股数（票数）	3,476,637,453	3,277,702,863
反对股数（票数）	1,852,473,311	2,122,734,678
反对票数占所有剩余票数%	53%	65%

资料来源：公司公告，亚洲公司治理协会计算（百分比保留至整数）

遗憾的是，除了一些行业领先的蓝筹股和少数中等规模的公司外，大多数的香港上市公司并不觉得中小股东大比例反对这类决议是一个很严重的问题。尽管鲜少有公司在一年内用满20%的授权比例，更遑论那额外的10%，许多公司还是会照例在每年的决议中加入这项授权的延期申请，只是因为“这是上市规则允许我们做的”，而且“一直以来我们都这么做”。由于这一问题已经困恼了机构投资者许久，也因为像腾讯这样规模庞大的公司其实根本不可能在一年内用满这20%的比例（按照2018年2月中旬的腾讯股价，这相当于要融资1000多亿美元），因此如果腾讯能够主动将融资的规模和折价率都降至一个投资者更能接受的10%的比例，可以说这是一种很容易达到的双赢。

员工持股

与大多数的科技互联网公司一样，腾讯笃信使用股票期权可以吸引并留住人才。2004年6月上市之前，腾讯拿出了面向256名员工的股份奖励计划。截至2017年，腾讯已经推出了5轮股份奖励计划，最开始的两轮已经过期。此外，腾讯还积极发放股票期权，为数以千计的员工带来了可观的收入。单单在2017年7月，腾讯就向10800名“获奖人士”发放了17,870,595个新的期权。[9]

尽管这一策略确实为腾讯吸引并留住了不少高端人才，市场显然对于这种计划的规模和范围心存疑虑。2017年，股东对腾讯最新一轮股份奖励计划的反对票高达约19.3%。这一次，腾讯将奖励机制的规模占总股数的比例从2007年的2%和2009年的3%提高到了4%。正如腾讯公司公告中所述，如果之前几次加上这次新的奖励计划中所有的期权都被行权，发行的新股数量将占到目前总股本的7.96%。[10]这不是一个可以忽视的数字。但它是否过高呢？与香港上市规则中规定的，股票期权最高可以占到公司发行总股本的30%相比，这一比例似乎又不算太高。[11]但是许多机构投资者都认为香港联交所的这一上限本身定得太高，同时也对腾讯的奖励计划可能带来的影响表示忧心忡忡。很多投资者都更倾向于将上限改到10%，并建议将奖励与绩效目标挂钩，也希望更多公司能够解释它们的绩效考核标准。

代理投票机构也有它们的疑虑。2017年，Glass Lewis以该股份奖励计划“参与者过多”为由，建议股东投反对票。根据Glass Lewis的报告，此次奖励计划的参与者不仅包括董事和其他雇员，还包括客户、供应商、顾问和专家，并且缺少任何明确的绩效考核目标。（注：腾讯年度股东大会的通函里称这份计划的参与者包括“已经或未来将会对本集团或任何集团参与投资的实体的成长及发展做出贡献的公司雇员、执行长官或官员、董事及董事会任何成员的任何专家、顾问或代理人”。[12]）

机构投资者们还担心大规模的股份奖励计划会稀释现有投资者的权益，一方面每股收益(EPS)会降低（因为股票期权奖励需要发行新股）；另一方面独立股东的投票影响力也会下降（奖励计划的范围越大，忠实的员工股东团体就会越大）。还有一种风险是随着时间的推移，腾讯管理层的地位逐渐巩固，市场对其约束力就会随之慢慢减弱。不过由于腾讯的公众持股比例较高，后者发生的可能性现在看来还是相对较低。

独立非执行董事的薪酬

与上述问题相关的另一个问题是腾讯治理中又一个不太常规的特色：腾讯向独立董事奖励股票期权。按照香港的标准，腾讯4位独立非执行董事每年75万至110万港币的薪酬算是颇为优厚。可能有人会认为这个薪酬水平与腾讯的规模和成长，以及每位董事承担的大工作量（董事会规模太小的缺点之一）相比并不算高。但是要知道，实际上独立董事的大部分薪酬是由股票期权支付的，而腾讯在这方面可谓非常慷慨。根据腾讯2017年年报，Iain Bruce在年初时拥有7.25万期权，而在当年又收到2万期权。Ian Stone年初时拥有7.25万期权，当年也收到2万期权。李东生则在年初时拥有3.625万期权，当年又增加了1万期权。而杨绍信在他担任独董的第1个月就收到了11474期权，然后和其他独董收到期权的时间一样，在2017年3月又收到了另外1万期权，而此时他在腾讯任职仍然未满一年。

腾讯的又一个不太常规的治理特色是给予独立董事优厚的股票期权奖励

许多公司治理专家都认为独立非执行董事拥有本公司股票是一件好事，因为这样可以将董事自身的利益与公司的成功挂钩，从而使这些董事更加勤勉尽责。事实上，Bruce和Stone均长期持有大量腾讯股票，也说明他们对公司的未来很有信心。相反，另一些公司治理专家则认为独立非执行董事持股是一件坏事，因为这会将他们个人的财富与公司管理层联系得太紧密，从而有损他们的独立性。然而，双方的一个基本共识是，向独立非执行董事发放股票期权的确会使其与管理层的关系更加复杂，并且给人一种感觉，即独立非执行董事的独立性已经或者将要受到影响。我们并不认为这是腾讯目前的情况，因为不论从哪一方面得来的信息来看，腾讯的独立董事工作都非常认真，非常有能力且有想法，也受到公司管理层的尊重。但这也许是腾讯在未来需要更直接面对的一个问题。投资者肯定也不愿意看到更多上市公司效仿。

其实腾讯可以先从年报开始，与投资者就这一问题进行更好的沟通，比如说，在年报中解释为什么公司认为向独立董事发放期权不会影响他们的独立性。2017年的董事报告与上一年一样，只是包含了一些关于董事期权的数据信息，但是没有给出具体的解释。报告中也没有说明薪酬委员会在决定这些股份奖励时起到的作用。尽管腾讯的年报中声明没有董事参与决定自己的薪酬，但是现实是4名独立董事中的两名是薪酬委员会的成员，其中一名还是主席。

潜在的风险

除了市场对腾讯公司治理的种种质疑外，腾讯还面临着许多其他的相关风险：

监管风险

近年来互联网和社交网络的兴起已经在全球范围内引发了越来越多的忧虑，例如网络安全、数据隐私、以及长时间沉迷网络游戏所带来的负面影响。在这样的背景下，政府的新规可能会对服务供应商的商业模式产生重大影响。例如，目前中国青少年对网络游戏的成瘾性已经成为政府、家长和希望进行责任投资的投资者所密切关注的一个问题。腾讯曾经在公开声明中针对这一问题进行解释，并在其2016年年报中以“为用户提供健康环境”为标题做了简要说明：“为了保障网络游戏用户及青少年的身心健康，我们已根据中国的监管规定实行了实名制和防沉迷系统，并通过各种渠道加强了推广健康游戏和防沉迷信息”。[13]腾讯2017年年报给出了更多信息，强调了当年为了帮助家长更好地监管子女的游戏习惯所做出的努力，并介绍了公司为旗下最受欢迎的游戏之一“王者荣耀”设置的新“防沉迷”系统。虽然这些信息的添加很值得鼓励，但是可以肯定的是，投资者一定希望看到腾讯更进一步地解释这些措施和它们的有效性。

新的监管规定也可能会影响腾讯的海外业务。虽然目前腾讯在中国境内的运营资产和投资仍然远超境外，但在北美、欧洲和亚洲其他地区仍有大量业务和投资。正如腾讯2016年年报中所强调的那样，腾讯总计约3960亿元人民币的运营资产和投资中，有1110亿元在中国境外，而且海外资产（尤其是欧洲资产）的增速明显。[14]2017年，腾讯的运营资产和投资总计约5550亿元人民币，其中境外总额更是增长到了1730亿元。[15]尽管腾讯有一个庞大且专业的法律部门来专门处理这类风险，但是监管和社会规范的快速变革还是很有可能会为公司带来挑战。例如，美国和欧洲市场现在越来越重视所谓的“数字权限”，即网络世界里个人的自由和隐私权，以及互联网和电信公司尊重用户这些权限的程度。2017年，在一项由一家非赢利研究组织发起的名为“数字权限排名”的22家大型信息和通讯技术公司排名中，腾讯在所有被调查的互联网和移动通讯公司中排名倒数第三。[16]这一结果在2018年的调查结果中也没有改变，而百度在两年都是垫底。[17]

关键人风险

马化腾现在仍继续兼任腾讯的董事长和首席执行官，但是我们不禁想问：一个人是否真的可以在一家像腾讯这般庞大且复杂的公司里同时胜任这两个职务？对此，腾讯在2016年年报中曾经含糊地解释道：“鉴于本集团经营所在商业环境不断变化，故董事长和首席执行官必须具备深厚技术背景，并对急速的市场变动（包括用户偏好变动）具备敏锐触觉，才能推动集团各项业务。故董事会认为，区分董事长和首席执行官的角色可能会为本集团日常业务产生不必要的成本。”[18]然而腾讯并未进一步说明所谓的成本可能有哪些，而且对于将董事长和首席执行官这两个如此重要且分工不同的职位合二为一的疑虑，上述理由也不太具有说服力。同时，2017年年报中披露的内容与上一年年报一模一样。[19]

董事会组成风险

尽管腾讯也许正在努力研究如何向董事会补充新鲜血液，但很显然进展缓慢。值得注意的是，从公开信息来看，提名委员会在2016年和2017年都只召开了一次会议。事实上，最近这两年腾讯的公司治理报告中有关董事会组成的描述基本上没什么变化，大意就是目前的董事会中执行董事和非执行董事之间的平衡是“合理而且充足的”。[20]

协议控制（VIE）风险

2013年到2014年，有关中国政府可能会禁止企业使用VIE结构的猜想曾一度引起热烈讨论，此后，这一话题好像已经逐渐被市场所淡忘。目前中国政府在这方面仍旧没有给出明确的政策导向，而市场中则有一些声音认为，中国几家科技巨头公司的规模已经大到让政府不敢再“触碰这根弦”。然而，也不能说风险已经完全消失：腾讯在其2016年和2017年年报中指出，虽然公司的法律顾问认为腾讯的架构合约并没有违反中国现行法律，但是“中国现行法律法规的解释和应用存在重大不确定性。因此，中国监管机构和中国法院日后可能会就架构合约持有与本公司的中国法律顾问相反的观点”。[21]

结语

腾讯自从2004年上市以来发展迅猛，并在一系列因素的影响下，包括内在的专业性和领导力，以及外在的科技进步和内地政府经济政策的推动，使得腾讯在很短的时间内就成为了对中国市场举足轻重的公司。虽然腾讯在商业上取得了巨大的成功，但是市场近来还是不断发出对其公司治理表示担忧的信号，特别是针对董事会组成和股份奖励计划，还有公司未来可能面临的各种风险。也许腾讯内部正在努力解决这些问题，但是从公司的公开报告当中，我们很难评断腾讯是否真的在认真对待投资者的这些疑虑。一方面，腾讯2017年年报的确披露了更多ESG方面的实质信息。但是另一方面，直接将上一年年报中的治理相关信息复制到下一年年报中，好像不是恒生指数最大且最成功的成分公司应该有的行为。随着腾讯在中国乃至全球业务的不断拓张，更多地聆听和关注利益相关者所关心的问题，可能会为公司未来的发展带来意想不到的收获。

尾注

1 港交所网站 ，2018年6月12日。请参阅：http://www.hkex.com.hk/Market-Data/Securities-Prices/Equities?sc_lang=en
2 腾讯控股有限公司，《招股说明书》，2004年6月，第68-77页
3 冷湖，《马化腾和腾讯》，英国里德出版社，伦敦，2017年，第45-46页
4 香港证券交易所上市规则，3.21 (审计委员会) 和3.25 (薪酬委员会)
5 腾讯《股东通讯政策》，2012年3月。请参阅: https://www.tencent.com/attachments/ShareholdersCommunicationPolicy.pdf
6 腾讯，2017年一季度业绩公告，2017年5月17日。请参阅: http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2017/0517/LTN20170517268_C.pdf
7 Glass Lewis, 腾讯控股的代理投票文件，2015年4月22日 (由Glass Lewis提供并授权引用) 。也可参阅腾讯2014年年报，第71页
8 香港证券交易所上市规则，3.13 (3)
9 腾讯公告，《根据股份奖励计划发行新股份》，2017年7月10日。请参阅：http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2017/0710/LTN20170710837_C.pdf
10 腾讯股东大会通函，2017年4月10日，第8页
11 香港证券交易所上市规则，第17.03(3)条的注释(2)
12 腾讯股东大会通函，2017年4月10日，“定义”，第1页。请参阅：http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2017/0410/LTN201704101138_C.pdf
13 腾讯2016年年度报告，第98页
14 腾讯2016年年度报告，第163页
15 腾讯2017年年度报告，第178页
16 数字权限排名，《2017公司责任指数》，2017年3月。请参阅: https://rankingdigitalrights.org/index2017/
17 数字权限排名，《2018公司责任指数》，2018年3月。请参阅:https://rankingdigitalrights.org/index2018/
18 腾讯2016年年度报告，第70页
19 腾讯2017年年度报告，第76页
20 腾讯2016年年度报告，第71页；腾讯2017年年度报告，第76页
21 腾讯2016年年度报告，第55页；腾讯2017年年度报告，第60页

詩歌

第七章

公司治理诊断

7.1 诊断问题

评估中国公司治理水平的60个问题

以下的问题清单是为了给希望评断中国上市公司治理水平的投资者提供一些便利：

所有权结构和资产结构

1. 公司的股权结构如何？是否存在控股股东？控股股东的持股比例是多少？他们的持股比例是如何随时间变化的？
2. 除控股股东外，谁是接下来的第四大和第五大股东？
3. 公司是国有企业、私营企业还是混合所有制企业？
4. 如果是国有企业，公司前十大股东的名单中是否有私营企业或者自然人？这些股东对公司是否存在影响力？
5. 如果是私营企业，公司前十大股东的名单中是否有国有企业？这些股东对公司是否存在影响力？
6. 公司的股东登记名册中主要的机构投资者有哪些？这些投资者是长线持有公司的股票吗？
7. 公司是否对所有类别的股东都实行同股同权制？
8. 如果公司实行的是同股不同权，主要有哪些具体的投资者保护措施？这些保护措施是否超过监管要求的最低线？

治理结构和问责制

9. 公司内部各个治理主体所的职责是否明晰（包括党组织或党委、董事会、董事会专业委员会、监事会和管理层）？
10. 这些治理主体各自的成员是如何任免的？他们最终的负责对象是谁？
11. 公司的党组织或党委是如何与董事会、监事会和管理层合作的？
12. 公司是否公开披露过党组织或党委的作用？披露的内容是否对投资者的决策制定有帮助？
13. 董事长和首席执行官是否由不同的人来担任？如果不是，理由是什么？

董事的组成和作用

14. 公司董事会的组成是怎样的（即执行董事、非执行董事和独立董事的比例如何）？
15. 公司是否有明确区分执行董事、非执行董事和独立董事，还是只是简单地分为独立和非独立董事？
16. 公司独立董事占董事会人数的比例是否达到或超过监管要求的三分之一底线？如果超过，是因为董事会的规模较小，还是因为公司特意增加独立董事的人数？
17. 公司是如何提名和任命董事，尤其是独立董事的？提名委员会在这一过程中发挥的作用是什么？该委员会的运作是否完全独立于公司的管理层和控股股东？
18. 公司是否存在允许中小股东提名董事的机制？这一机制在现实中是否使用过？
19. 董事会是如何制定公司策略的？非执行董事（尤其是独立董事）在此过程中起到了什么作用？

20. 董事们的“技能矩阵”组合与公司策略和营运的契合度如何？也就是说，公司的董事会是否完全了解公司的业务风险和机遇？
21. 如果董事某方面的技能或者经验不足，公司是否提供过相应的培训？
22. 公司的非执行董事（尤其是独立董事）是否每年在执行董事不在场的情况下至少举行一次会议？
23. 公司是否已经制定董事会和管理层的继任计划？这两项计划是如何制定的？
24. 公司董事会秘书的职责是什么？
25. 除了担任董事会秘书以外，他或她目前在公司内部是否还同时拥有其他职务？

监事会

26. 公司监事会的组成是怎样的（即股东监事与员工监事，以及内部监事与外部监事的比例如何）？
27. 是否存在真正完全独立于公司管理层和控股股东的外部监事？
28. 公司是如何提名和任命监事的？中小股东是否可以提名监事？
29. 监事会主要的功能是什么？监事会如何为公司治理增加价值？
30. 监事会是否真的在“监督”董事，还是说更确切的说法是“监视”董事并且为董事的工作提供必要的审核？
31. 监事会是如何确保其工作与审计委员会之间在财务审计和内部审计等方面没有重叠的？
32. 是否存在明显的障碍，阻止监事挑战公司的董事会或管理层？
33. 公司的监事会是否行使过召集临时股东会或对公司董事或高管提起诉讼的权利？

薪酬

34. 是否存在针对公司董事和管理层的激励机制？也就是说，他们的薪酬与公司绩效是否挂钩？
35. 公司管理层的薪酬水平与行业平均水平（包括国企和私企）相比如何？
36. 如果采用的是股权奖励或股票期权激励机制，公司是否就流通股比例对可以发放的股票上限进行了设置？（注：由于股权稀释等原因，许多机构投资者会反对上限超过已发行股票10%的激励计划。）
37. 股权激励计划的对象是否仅为上市公司的员工？还是也包括非执行董事、附属企业的员工、供应商、顾问及其他人？
38. 激励计划中股票或者期权的发放是否与公司或者个人的绩效挂钩？
39. 公司期权的发放对象是否包括独立董事？如果是，公司是如何应对由此带来的潜在利益冲突的？
40. 薪酬委员会在决定和建议高管、董事和员工薪酬方面发挥着什么作用？该委员会是否与公司的管理层和控股股东完全独立？

审计

41. 公司是否设立了内部审计部门？内部审计师是否直接向审计委员会汇报？内部审计部门的负责人是否直接由审计委员会任免和考核？
42. 公司的审计委员会成员、内部审计师（如有）和外部审计师是否每年在没有公司高管在场的情况下至少举行一次会议？在该会议上提出的问题有哪些？问题是如何解决的？
43. 在过去两年内部和外部审计师向审计委员会提出过的问题主要有哪些？问题是如何解决的？

44. 公司是否在其年度报告或者官方网站中提供有实质意义的，有关过去一年审计委员会工作的“非样板式”披露？（请参阅本报告3.6章中我们认为有用的披露内容指引。）
45. 公司审计委员会的所有成员是否都了解财务运作的方式？

股东关系

46. 公司与主要股东之间是否发生过争议？如果有，争议是如何解决的？
47. 公司是否定期与其中小股东见面？这一任务通常主要由公司内部的谁来执行？
48. 公司对于允许其股东与董事见面是否抱持开放的态度？

ESG和可持续性发展

49. 公司的策略是否包括企业可持续性发展、企业社会责任以及ESG因素？也就是说，公司是将这些问题视为需要管理的潜在风险和（或者）新的业务发展机会，还是说主要是为了满足监管方面的合规要求？
50. 公司董事会在设立和监督可持续性发展策略方面起到的是什么作用？
51. 公司的社会责任报告、可持续性发展报告和ESG报告中是否包含关键绩效指标？这些指标是如何确定的？
52. 公司的社会责任报告、可持续性发展报告和ESG报告是否遵循了任何国际报告准则或模板？报告是否经过专业的第三方审计或审核？
53. 公司及其下属或联合公司是否曾出现在公众与环境研究中心的违规数据库中？

并购治理

54. 公司在进行企业并购（包括境内外）时的标准流程是什么？
55. 公司的董事会和管理层如何识别和应对在此过程中出现的各种风险？
56. 公司此前的并购交易（如有）所产生的协同效应是否符合交易前的预期？公司是否可以提供此前在这方面成功或失败的例子？每笔并购交易过后是否有定期的后续评估？
57. 公司是否已经制定应对敌意收购的策略？

关联交易

58. 公司是如何调查、批准和披露重大关联交易的？
59. 过去3年中公司主要发生过哪些重大关联交易？
60. 公司是否设立了与管理层和控股股东完全独立的关联交易审查委员会？

附錄

附录

附录

第一作者/编辑简历

供稿作者简历

支持单位

外国机构投资者调查问卷

中国上市公司调查问卷

第一作者/编辑简历

艾哲明 (Jamie Allen)

秘书长
亚洲公司治理协会
中国香港

艾哲明先生于1999年在香港特别行政区成立亚洲公司治理协会，并出任协会秘书长。艾先生拥有超过30年的写作、编辑和研究经验，也曾经出版著作，主要关注大中华和东亚地区的经济发展情况。在成立亚洲公司治理协会之前，艾先生曾经经营一家顾问公司，专门为在亚洲的跨国客户提供定制化的经济研究，研究的议题主要和金融相关，包括公司治理。1992至1995年，艾先生曾为经济学人智库旗下的亚洲商业 (*Business Asia*) 通讯刊物担任编辑，也曾经在1994到1996年为《经济学人》杂志供稿。

2001到2007年间，艾先生曾经是香港证券及期货事务监察委员会（香港证监会）成立的公众股东委员会的一员。2006到2010年间，艾先生也曾经作为香港交易所上市委员会成员参与香港市场新股申请的审查和上市规则的制定。2013年7月，艾先生受邀加入了香港财务汇报局旗下的运营监管委员会，并服务至今。

2017年7月，艾先生获得由 The International Corporate Governance Network 颁发的“终身成就奖”和马来西亚 Minority Shareholder Watchdog Group 颁发的一个地区性公司治理奖章，以表彰他在亚洲各地区为落实有效的公司治理实践和保障股东权益所作出的卓越贡献。艾先生拥有澳大利亚国立大学文学学士学位（优等），主修政治学和中文。他也曾于1983至1984年间旅居台湾两年学习中文。

李睿 (Nana Li), CFA

高级研究员
亚洲公司治理协会
中国香港

李睿于2014年2月加入亚洲公司治理协会。她的主要工作是研究中国内地和中国香港市场的公司治理发展，并负责协会的双月通讯刊《亚洲地区简报》(*Asia Regional Briefing*)中上述两个市场的内容。同时，她也协助协会其他与金融和会计相关的研究工作。

李睿是亚洲公司治理协会于2016年11月发布的《公司治理观察报告2016》中国内地篇和中国香港篇的主要作者。她也是亚洲公司治理协会于2018年7月发布的中国公司治理报告《治理在觉醒：中国公司治理进化史》的主要协调人和作者之一。

除了研究工作，李睿还会参与协会的倡议和教育工作。她是协会的主要讲者之一，曾在中国内地、中国香港、新加坡和亚洲其他地区向协会会员演讲。另外，2017年她还曾在上海交易所、深圳交易所、深圳市投资基金同业公会和亚洲公司治理协会于孟买举办的年会发表讲话。

此外，自2014年起，李睿还参与协会年会的组织工作，并协助带领协会会员于亚洲各地区进行商务访问。她也是亚洲公司治理协会与中国证券投资基金业协会和中国上市公司协会于2017年6月一起在天津联合主办的“2017年中国责任投资论坛”的主要组织者。

李睿来自中国杭州，拥有香港大学金融硕士学位（优等）和澳大利亚新南威尔士大学商学学士学位（优等），主修金融和会计。她于2017年8月正式成为特许金融分析师持证人。

供稿作者简历

郭沛源

郭沛源先生是清华大学管理学博士，商道纵横总经理兼商道融绿董事长，长期关注企业社会责任、绿色金融及责任投资的研究与发展，具有丰富的咨询、研究和培训经验。至今，商道纵横已发展成为国内一流的企业社会责任咨询机构，在北京、上海、广州、深圳、成都和美国华盛顿特区均设有办公室。商道融绿是绿金委理事单位，是国内首家气候债券倡议组织（CBI）授权的绿色债券认证机构。

郭沛源博士曾为上百家国内外企事业单位、政府部门、民间组织提供服务，并担任多项企业社会责任评选的评委。此外，郭沛源博士还应邀在清华大学经济管理学院讲授《企业经营与可持续发展》课程，在北师大社会发展和公共政策学院讲授《战略企业社会责任与社会创新》课程。

林朝雯

林朝雯女士为世界银行集团国际金融公司的公司治理顾问。林女士于2008年至2015年期间担任IFC的公司治理官员，负责对东亚及太平洋地区的投资企业评估公司治理风险并构建风险策略。林女士对国际公司治理实践有深入研究，为监管者、政策制定方及公司企业提供公司治理建议，在制定和实施企业公司治理战略、提升董事会效率、评估公司治理风险方面有广泛的经验。

林朝雯持有清华大学工程学和法学双学士学位以及英国布里斯托大学法律硕士学位。林女士目前为中国企业改革与发展研究会高级研究员。

张政军

张政军博士是君百略咨询公司的创始人兼CEO，领导君百略的国资国企政策和公司战略实践，专长领域为国企改革、战略管理、公司治理，拥有15年以上国企改革咨询和20年以上战略管理咨询经验。

张博士曾担任经合组织（OECD）亚洲国企治理网络核心小组成员、ICGN股东责任委员会委员，目前仍兼任中国房地产业协会经济组专家、中国改革与发展研究会高级研究员、Morrow Sodali 顾问委员。

创立君百略之前，张博士在国务院发展研究中心工作了11年，担任正高级研究员和国有企业室主任职务。张博士是南京大学管理学博士、中国人民大学工商管理博士后，曾赴经合组织、斯德哥尔摩经济学院、日生基础研究所访问研究。

周淳

周淳博士是浙江大学光华法学院助理教授。周博士的研究领域主要为公司法、证券法和比较公司治理，教授公司法、商事判例研习、公司法专题、中国公司法等课程。周淳博士曾在《法学评论》、《证券法苑》、《北方法学》等学术期刊与集刊发表论文。周博士研究的领域还包括股东权利、敌意收购规制、“大资管”下的资产管理人信义义务重构等。

周淳博士持有北京大学法学学士和法学博士学位，并在哥伦比亚大学法学院获得法学硕士学位。在哥伦比亚求学期间，周博士曾担任哥伦比亚《亚洲法律期刊》的编辑，并获得James Kent荣誉奖学金。

媒体合作伙伴

FT中文网（http://www.FTChinese.com）是英国《金融时报》集团旗下唯一的中文商业财经网站，旨在为中国商业菁英和决策者们提供每日不可或缺的商业财经新闻、深度分析以及评论。凭借英国《金融时报》遍布全球的丰富报道资源，结合本地专业知识，FT中文网深入分析对中国经济和全球商业具有影响力的重大事件，并揭示其来龙去脉，以真正富有国际视野的权威报道成为中国高级管理人员“必读”的商业财经资讯网站。

支持单位：国际

博然思维集团是一家合伙人制的、专注于解决企业重大问题和帮助企业与各利益相关方建立良好关系的咨询传播公司，业务遍布全球各大商业、金融和政治中心。博然思维在全球14个国家设有24个办公室。博然思维的团队拥有80多位合伙人和50多位董事，在大中华地区拥有11位合伙人及百余位传播顾问。

BSR是一个全球性的非营利商务咨询机构。BSR的使命是与250多个会员企业及合作伙伴共同创建一个公平可持续的世界。通过设于亚洲、欧洲及北美办事处的咨询、研究和共同协作，BSR已经开发了多项可持续发展的战略和解决方案。

The Council of Institutional Investors（“CII”）是一个美国的非营利，无党派独立组织。其成员主要包括养老基金、养老保险、其他雇员福利保障基金和基金会等。CII拥有超过100家的机构会员单位，所有会员持有的上市公司股票加总超过25万亿美元。CII经常对于有关公司治理、股东权益、董事会功能等问题积极发声，也经常发表对于证券相关法律法规的意见。CII致力于在全球范围内推广有助提高美国机构资产所有人及其受益人获得长期投资价值的相关政策，在全球的资本市场极具影响力。

International Corporate Governance Network（“ICGN”）是由投资者领导的非营利组织，拥有来自全球45个国家和地区的约300家会员，所有会员管理的总资产超过34万亿美元。ICGN的使命是向世界各市场及经济体推广先进的公司治理标准，以实现长期的价值创造，并达到全球经济可持续发展的目的。自成立以来，ICGN一直倡导会员单位提高公司治理水平，并于全球范围内举办活动，提供公司、投资人以及其他利益相关方一个良性的交流平台，以增进市场效率。

International Finance Corporation（“IFC”），世界银行集团成员，是专注于发展中国家私营部门发展的全球最大发展机构。IFC凭借自身的金融资源、技术专长、全球经验和创新思维，帮助合作伙伴应对资金、业务和政治层面的各种挑战。

支持单位：中国

上海美国商会成立于1915年，是亚太地区规模最大、美国本土外第三大的美国商会。作为一个非营利、无党派的商业联合组织，上海美国商会坚持以贸易自由、市场开放与信息流通为原则，以助力会员企业发展、推动美中商务环境为使命，持续提供优质高效的商业信息与资源、政策倡导、互动沟通平台等各方面的支持。

北京君百略管理咨询有限公司是中国精品咨询公司代表，在制度变革和商业创新两大领域拥有深度研究能力，协助政府、投资控股公司、企业对变革开展有效管理。在商业创新领域，君百略为中国众多知名企业提供了战略及战略相关主题的高品质咨询。在制度变革领域，君百略为国务院国资委、北京市国资委、西藏自治区国资委、数家央企提供了十多项具有影响力的政策咨询，两项咨询成果获得国务院领导批示。

普华永道是在中国内地最具规模的专业服务机构。整体而言，普华永道已经在全球158个国家开设分支，员工总数超过236,000人。自成立以来，普华永道一直恪守承诺为客户提供高质量、高素质的审计、咨询和税务服务。在2017年度，普华永道为财富杂志全球500强公司当中的419家提供上述服务。

商道融绿是中国领先的绿色金融及责任投资专业服务机构，兼具国际视野和丰富的本土实践经验，专注于为客户提供责任投资与ESG评估及信息服务、绿色债券评估认证、绿色金融咨询与研究等服务。商道融绿是中国责任投资论坛（China SIF）发起机构，始终致力于倡导建设负责任的中国资本市场。

深圳价值在线信息科技股份有限公司是一家专业从事合规软件研发、一站式合规金融信息服务与互联网相融合的“双创型企业”，公司以上市公司、新三板企业、拟上市公司为服务对象，提供专业的合规管理平台、合规业务咨询、合规大数据等综合金融信息服务。公司目前已成为中国服务上市公司最多的专业机构，填补了我国监管科技的空白。

万得信息技术股份有限公司（“Wind”）是中国内地领先的金融数据、信息和软件服务企业，总部位于上海陆家嘴金融中心。 在国内市场，Wind的客户包括中国绝大多数的证券公司、基金管理公司、保险公司、银行和投资公司等金融企业；在国际市场，已经被中国证监会批准的合格境外机构投资者（QFII）中的众多机构是Wind的客户。

外国机构投资者调查问卷

亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷（问卷样本）
完成后遵守隐私条款

1	请问您对中国内地A股市场接下来5-10年的发展潜力持乐观态度吗?	是；否；一般；没有看法
2	请问您对 MSCI 明晟公司最近将222只A股纳入其新兴市场指数的决定表示赞同吗?	是；否；一般；没有看法
3	相较于国有企业，您更愿意在中国境内投资私营企业吗?	是；否；没有看法
4	相较于亚太地区的发达市场（澳大利亚、中国香港、日本和新加坡），您会如何评价中国境内的投资者保护体系?	更好；差不多；更差；没有看法
5	请问您同意在海外（香港、纽约、新加坡）上市的中国内地公司的公司治理水平会普遍高于在中国境内上市的公司吗?	是；否；没有看法
6	请问您同意在美国上市的中国内地公司的股东享受的投资者保护措施要优于在香港上市的同类型中国内地公司吗?	是； 否； 差不多；没有看法
7	如果您对第6题的答案是: “是”,请列出您觉得使美国更优的主要投资者保护措施。 “否”，请列出您觉得使香港更优的主要投资者保护措施。 “差不多”， 请分别列出两地投资者保护措施的优点。	自由文字
8	相较于亚太地区的发达市场（澳大利亚、香港、日本和新加坡），您会如何评价中国A股公司在企业报告和披露（财务、公司治理和ESG）方面的质量?	更高； 差不多； 更低； 没有看法
9	五年后，您觉得相较于亚太地区的发达市场（澳大利亚、香港、日本和新加坡），您会如何评价中国A股公司在企业报告和披露（财务、公司治理和ESG）方面的质量?	更高； 差不多； 更低；没有看法
10	您在对中国内地的上市公司作出投资决策之前会对公司的公司治理情况进行大量的额外分析和研究吗?	是； 否
11	您是否理解中国境内的公司治理体系?	是； 否；一部分
12	请问由谁来担任董事长一职会影响到您对下列中国上市公司的投资决策吗? A股国有企业 A股民营企业	会；在一定程度上会；不会； 请说明理由：自由文字
13	您认为中国政府会干预以下公司的决策制定吗? A股国有企业 A股民营企业	会；在一定程度上会；不会； 请说明理由：自由文字
14	您认为独立董事有为中国的公司治理增加价值吗?	有；有，但不如预期；没有； 没有看法
15	如果您对第14题的答案是“否”，请问有什么常见的问题吗?	自由文字
16	您认为监事会有为中国的公司治理增加价值吗?	有；有，但不如预期；没有； 没有看法
17	如果您对第16题的答案是“否”，请问有什么常见的问题吗?	自由文字
18	您觉得中国上市公司中党委的职能和责任划分是否清楚?	是；否；一部分；我 没有意识到党委的存在
19	您是否尝试过与中国A股公司（国有企业或私营企业）进行沟通?	是；否
20	如果您对第19题的答案是“是”，请问有什么常见的挑战吗?	自由文字
21	您会如何评价与中国A股公司沟通的困难程度?	非常困难；有些困难；不困难
22	您与公司的沟通是否带来建设性的成果?	是； 否
23	您愿意告诉我们更多有关您和中国上市公司沟通的经验吗?	自由文字

©2017亚洲公司治理协会版权所有。保留一切权利。

亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷（问卷样本）

完成后遵守隐私条款

24	姓名（选填）	自由文字
25	职位	自由文字
26	邮箱地址（选填）	自由文字
27	公司名称（选填）	自由文字
28	请问您公司的所在地是?	亚洲（不含中东）；澳大利亚/新西兰；欧盟； 中东；英国；美国；其他（请说明：自由文字）
29	您公司在全球管理的资产总额是（以美元计）?	自由文字
30	您公司对在境外（比如香港、纽约、新加坡）上市的中国公司的投资占全球管理资产总额的比例是多少?（选填）	<1%；1 ⩽10%； >10 ⩽20%；>20 ⩽50%；>50%
31	您公司对中国A股的投资占全球管理资产总额的比例是多少?（选填）	<1%；1 ⩽10%； >10 ⩽20%；>20 ⩽50%；>50%
32	您公司通过何种方式投资中国?	合格境外机构投资者（QFII）；股票互联互通机制；以上二者皆有；我们还没有投资中国；其他方式（请说明：自由文字）

©2017亚洲公司治理协会版权所有。保留一切权利。

中国上市公司调查问卷

亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷（问卷样本）
完成后遵守隐私条款

1	请问您对中国内地A股市场接下来5-10年的发展潜力持乐观态度吗?	是； 否； 一般；没有看法
2	请问您对MSCI明晟最近将222只A股纳入其新兴市场指数的决定表示赞同吗?	是； 否； 一般；没有看法
3	请问您认为好的公司治理和好的公司表现的关联性有多少?	非常相关；有一些相关；不相关；没有看法
4	请问您同意在海外（香港、纽约、新加坡）上市的中国内地公司的公司治理水平会普遍高于在中国境内上市的公司吗?	是；否，水平差不多；否，境内上市公司的水平比较高；没有看法
5	请问您同意在中国境内上市的公司中，私人企业的公司治理水平普遍高于国有企业的公司治理水平吗?	是；否，水平差不多；否，国有企业水平较高；没有看法
6	请问您认为目前中国境内非上市公司的治理水平会对其能否上市造成很大影响吗?	是；否；没有看法
7	请问您认为境外投资人在对中国内地的上市公司作出投资决策之前会对公司的公司治理情况进行大量额外的分析和研究吗?	是；否；其他（请说明：自由文字）
8	请问对于香港交易所近年来推行的环境、社会和治理（ESG）报告指引，您的态度是：	理解，支持并积极响应；了解，按要求披露；知道，但不认为有多重要；不知道
9	请问您是否同意随着污染加剧，环境因素对上市公司的风险也在加剧?	是；否，风险没有加剧；否，风险降低了；没有看法
10	您认为独立董事有为中国的公司治理增加价值吗?	有；有，但不如预期；没有；没有看法
11	您认为监事会有为中国的公司治理增加价值吗?	有；有，但不如预期；没有；没有看法
12	请问您认为过去五年，在中国上市公司进行的合并和收购交易中（包括境内和境外市场），有多少交易是为股东带来价值增长的?	全部交易；多数交易；半数交易；少数交易；不知道
13	请问您同意投资者关系部门是上市公司内部唯一需要负责和股东沟通的部门吗?	是；否，没有看法；其他（请说明：自由文字）

©2017亚洲公司治理协会版权所有。保留一切权利。

亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷（问卷样本）

完成后遵守隐私条款

14	姓名（选填）	自由文字
15	职位	自由文字
16	邮箱地址（选填）	自由文字
17	公司名称（选填）	自由文字
18	请问您的公司在下列哪个国家或者地区上市（多选）？	中国内地；中国香港；新加坡； 澳大利亚/新西兰；美国；英国； 其他（请说明：自由文字）
19	请问您的公司上市多久了?	小于1 年；1到5年（含5年）； 5到10年（含10年）；10到20年 （含20年）；超过20年
20	请问您公司的市值是多少（人民币）？	小于1亿；1亿到10亿（含10亿）； 10亿到50 亿（含50亿）；50亿到 100亿（含100亿）；大于100亿
21	请问您的公司属于以下哪种性质?	国有企业；私人企业；混合所有制 （请说明：自由文字）

©2017亚洲公司治理协会版权所有。保留一切权利。

亚洲公司治理协会
中国香港特别行政区中环云咸街19-27号威信大厦18楼

+852 2160 1788 | www.acga-asia.org

ISBN 978-988-78682-6-2