www.acga-asia.org

亚洲公司治理协会

“治理在觉醒：中国公司治理进化史”

艾哲明（Jamie Allen），秘书长
李睿（Nana Li），高级研究员
亚洲公司治理协会

北京东方君悦大酒店
2018年7月26日

议程

1. 关于我们
2. 报告的目标
3. 方法论
4. 政策背景
5. 问卷主要发现
6. 中国特色公司治理
7. ESG报告和投资
8. 中国特色并购
9. 企业案例分析
10. 结论



1. 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，通过研究、倡议和教育达到长期提高亚洲公司治理水平的目标。

- 协会于1999年在香港特别行政区成立，初衷是为了帮助会员理解及影响亚洲公司和市场的治理水平。愿景是对会员就亚洲市场风险的管理水平及认识产生可持续性的良性影响从而帮助他们实现投资的长期价值。

- 我们提倡在各个资本市场主要参与者之间更多的有效交流，包括机构投资者、上市公司、监管机构以及中间涉及的其他媒介。

我们的覆盖范围

我们的工作范围主要覆盖亚太地区的12个国家和市场，主要工作内容是通过与公司治理议题相关的研究、倡议和教育来提高亚太地区整体的公司治理水平：

国家/市场	公司治理研究	公司治理倡议	公司治理教育
中国内地	*		*
中国香港	*	*	*
印度	*	*	*
印度尼西亚	*	*	*
日本	*	*	*
韩国	*	*	*
马来西亚	*	*	*
菲律宾	*	*	*
新加坡	*	*	*
中国台湾	*	*	*
泰国	*	*	*
澳大利亚	* (自2016年)		* (自2016年)

2. 报告的目标

- 向外国机构投资者解释中国独特且不断演化的公司治理体系。
- 向中国的上市公司和机构投资者解释全球范围内的最新公司治理最佳实践。
- 向监管机构、企业和投资者作出有关中国公司治理发展的意见和建议。

3. 方法论

- 我们的研究从2017年第二季度开始，由我们的研究小组从香港和内地两边同时进行，期间参考和使用了大量的一手和二手资料（所有参考资料在每章节后的“尾注”中均有标明）。

- 两份问卷调查在2017年第三季度同时进行：

1. **外国机构投资者调查问卷**

   20个问题，共收到152份有效回复

2. **中国上市公司调查问卷**

   13个问题，共收到182份有效回复

- 我们还对12位中国公司治理专家进行了独家专访，他们当中包括上市公司董事、董秘、知名学者、记者、投资者和曾经的监管机构高层。

特别鸣谢

我们在这份报告的撰写、编辑和出版过程中受到了许多机构、组织和个人的帮助，非常感谢大家对于我们工作的鼓励和支持。

我们衷心感谢我们的供稿作者、翻译、编辑和出版团队、理事会成员和秘书处的各位员工，还有其他许多名字请恕我们无法在这里一一提及。

特别感谢以下机构帮助我们发布上述两份不同的调查问卷：

Council of Institutional Investors、国际金融公司（IFC）、君百略咨询、普华永道中天会计师事务所、商道纵横、Wind

更多详情请参考报道序言的第iii页和附录。

4. 政策背景

- 中国在90年代中期到2000年代初期引入了一系列的公司治理“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，但却没能解决一些根深蒂固的本土治理问题。

- 过去十年，政府将更多的焦点放在了找到处理本地治理问题的方法上，这些方法通常是以法律法规为依据的。

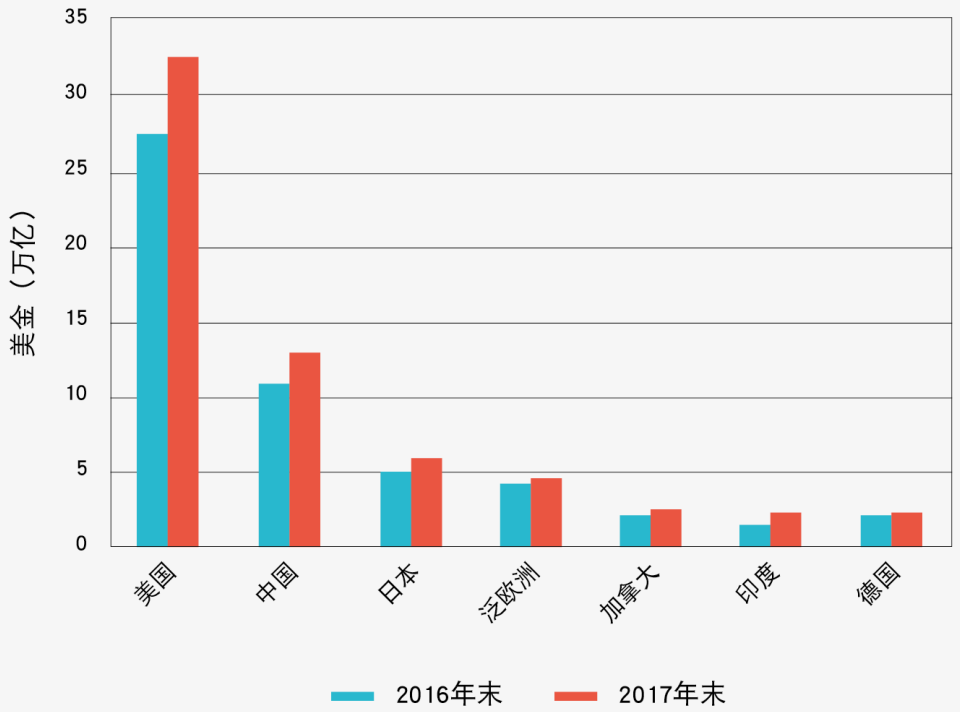
- 目前，中国已经进入了应用公司治理相关规定的新阶段。不仅对于监管执法力度和机构间协调的重视程度提高了，对于另外一些议题，比如ESG、投资者责任也更加关注。上市公司也即将迎来新修订的《上市公司治理准则》。

- 打造混合的监管框架——“十三五规划”（2016-2020年）中提到：要“健全符合我国国情和国际标准的监管规则”。

中国在全球资本市场中的地位

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

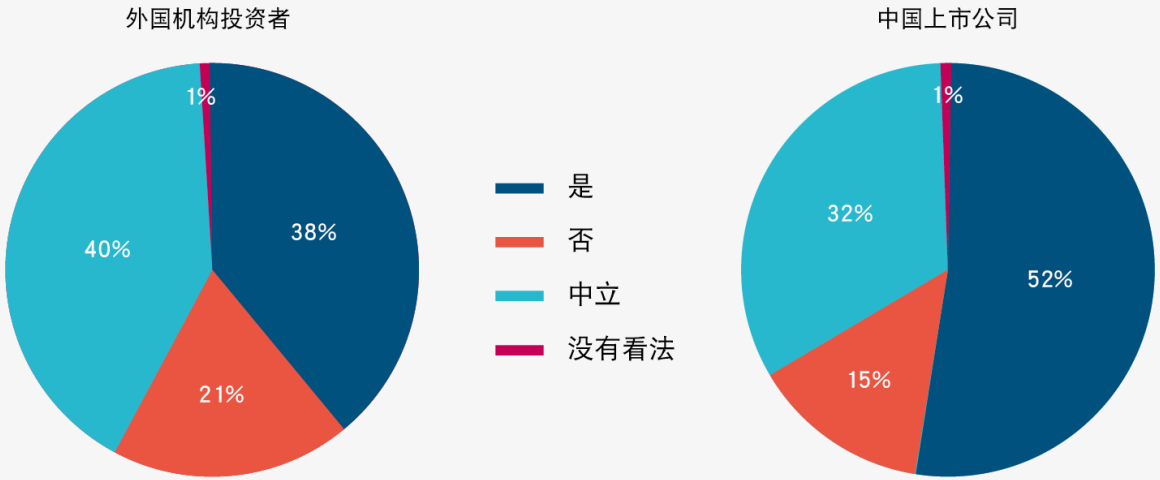
5. 问卷主要发现

对于中国A股市场接下来五到十年的展望：外国投资者的乐观程度较高。中国公司的乐观程度相对更高。

乐观程度

图 1.1

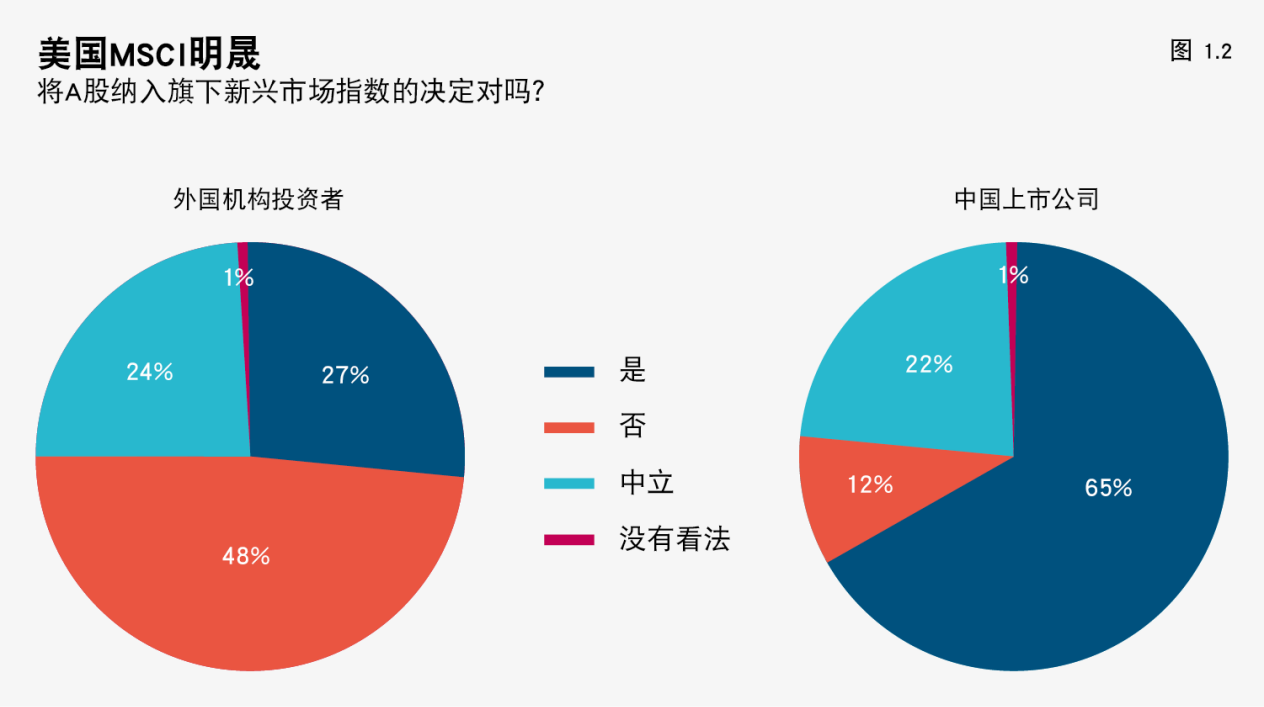
外国和中国的回复者对未来五到十年中国A股市场的投资潜力是否持积极态度?



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》

MSCI明晟的决定对吗？

相较于外国投资者，同意MSCI明晟将A股纳入旗下新兴市场指数决定的中国回复者明显更多。



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》

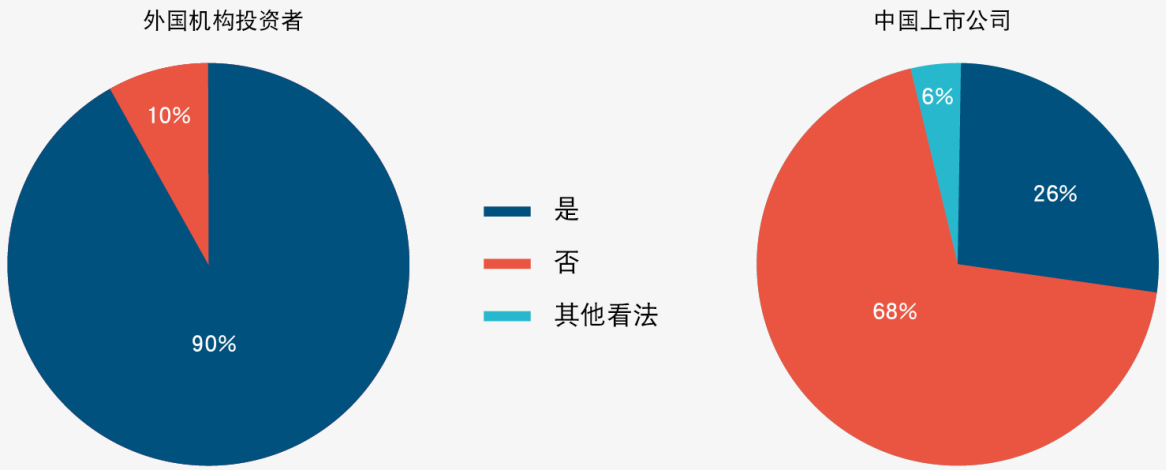
需要对公司治理进行额外的分析和研究吗？

外国投资者普遍表示在投资之前需要对A股公司的治理情况进行大量额外的分析和研究（也就是说，公开披露的信息不足）。然而，似乎鲜少有中国的上市公司意识到这一问题。

深入研究

图 1.3

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?



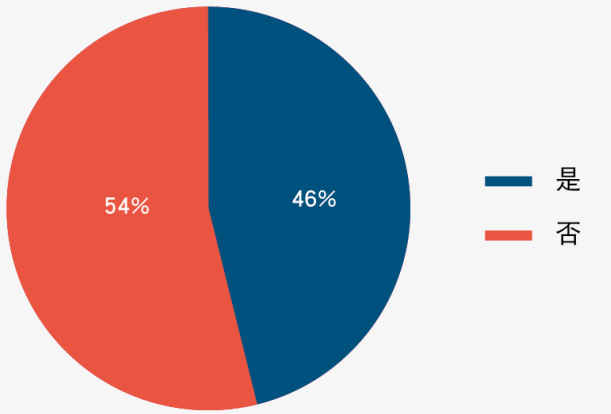
资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》和《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》

外国投资者与公司的交流情况如何？

许多外国投资者曾经试图与A股公司就与治理相关的问题进行交流，但是发现面临的困难重重。

公司交流 图 1.4

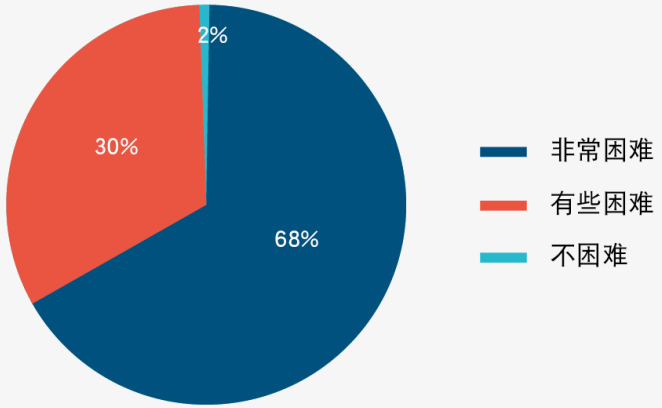
外国投资者是否尝试过与中国A股公司（国有企业或私营企业）进行沟通?



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》

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?



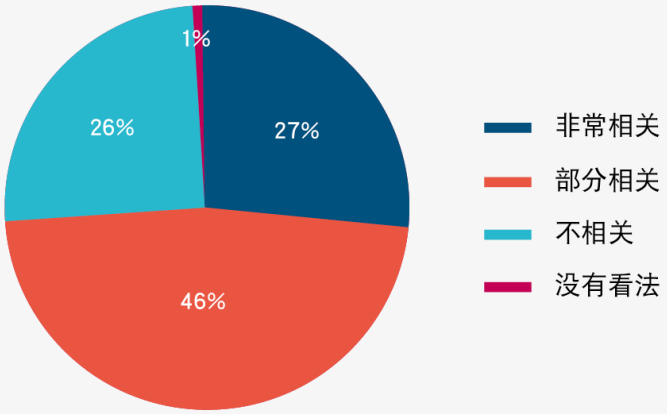
资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》

公司治理对于A股公司的价值

只有约四分之一的A股公司认为良好的公司治理与良好的公司表现“非常相关”或者会对其是否能够上市产生重大的影响。简言之，有相当一部分A股公司并不认为良好的公司治理具有很高的价值。

公司治理和公司表现 图 1.8

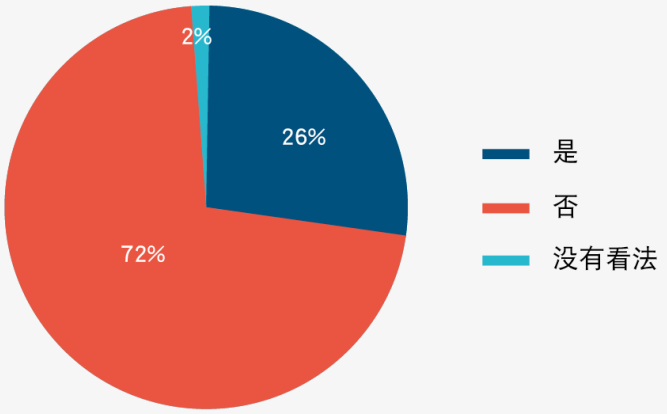
中国上市公司如何看待良好的公司治理与良好的公司表现之间的关系?



资料来源：《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》

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?



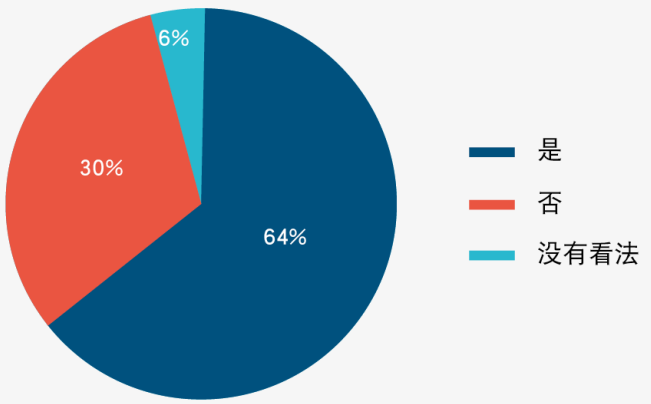
资料来源：《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》

境内外上市的中国公司对比

将近三分之二的外国和一半的中国回复者认为境外上市的中国公司比境内上市的A股公司的治理水平更好。另外，大约相同比例的回复者（30%）认为二者的治理水平没有区别。

境外上市的中国公司治理水平是否更好? 图 2.5

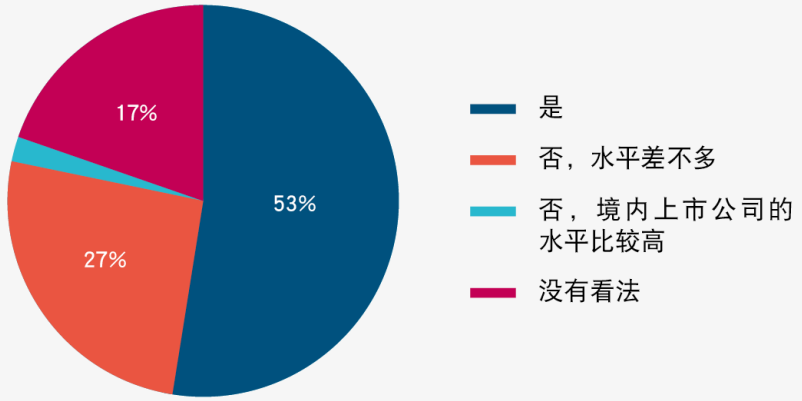
外国投资者如何评价海外上市的中国公司的平均治理水平



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》

6. 中国特色公司治理

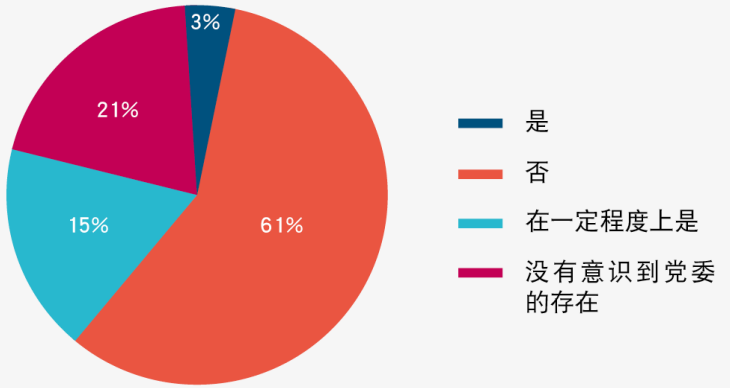
1. 党组织：领导核心
2. 董事会：企业核心
3. 监事会：监视董事
4. 独立董事：形式与本质
5. 国有企业 vs 民营企业：异同之处
6. 审计委员会和审计

党组织：领导核心

- 党组织有权力和责任对“三重一大”决定进行前置审批。
- 企业的党组织、董事会、监事会和管理层（经理层）的人员组成之间存在大量重叠（“交叉任职”）。
- 有关党组织的法律依据可以在《公司法》和《中国共产党章程》中找到。
- 从2010年开始的一系列政策导向重新巩固了党组织的地位。这些政策在2013年再次得到重申，政府也在2015年到2017年之间作出了一系列重要声明，其中包括将党建入章的要求。

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

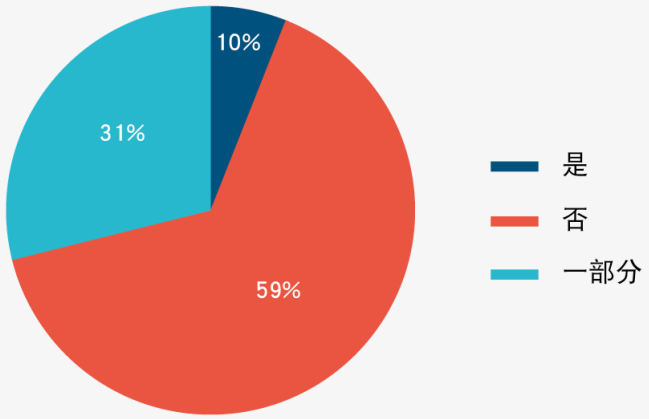
建议：对于党组织所扮演的角色作出更多的披露。可以考虑发布类似监事会和董事会履职报告的“党组织履职报告”。

董事会：企业核心

- 尽管其治理角色受到党组织功能的限制，董事会仍然在商业和运营决策制定方面发挥着重要的作用。
- 挑战管理层在现实中被证明非常困难，尤其是在董事会会议当中。许多重要的讨论是在董事会会议之间进行的。
- 拥有三位独立董事的“九人董事会”成为中国上市公司的普遍现象（满足三分之一的监管要求底线）。
- 外国投资者对于党组织、董事会和监事会等在治理中发挥的不同作用不甚清楚。

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

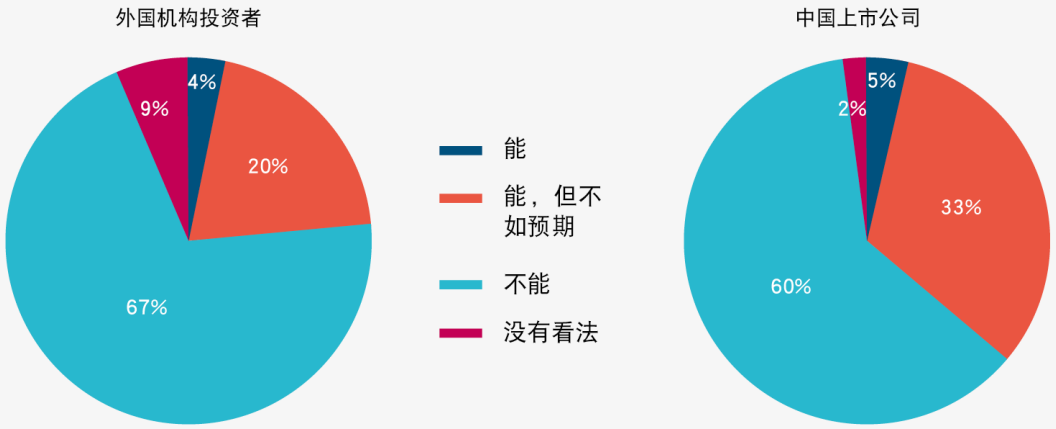
建议： 在《公司法》中厘清党组织和董事会的关系。加强董事会评价体系，并且提高董事会专业委员会的效用。

监事会：监视董事

- 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。
- 相较于“监督”董事会，监事会的功能用“监视”来形容似乎更加贴切。
- 监事会和董事会及审计委员会的职能存在一定程度的重叠。
- 根据我们的问卷调查，不论国内还是国外的回复者对于监事会在公司治理中发挥作用的信心都很低*（见右图）*。

您认为监事会能为中国的公司治理增加价值吗?
外国机构投资者和中国上市公司的看法

图 3.5



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》

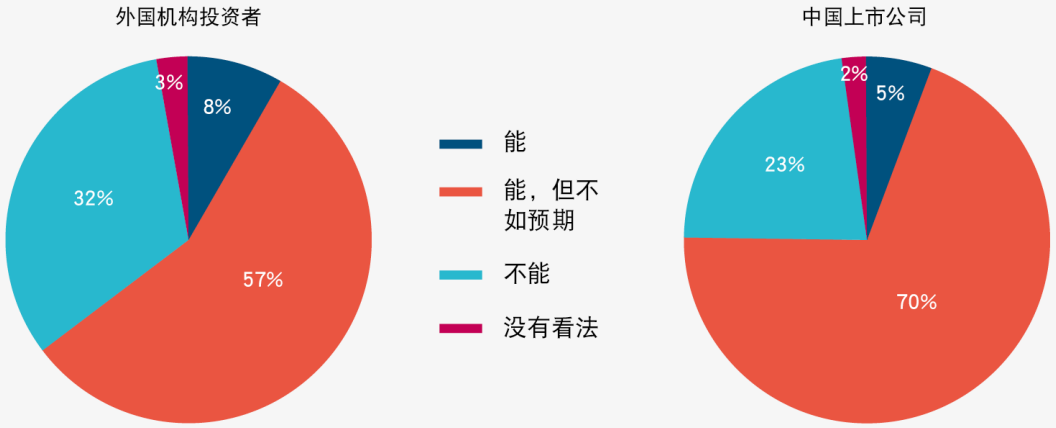
建议：在《公司法》和官方指引中更加清楚地阐明监事会和董事会职责的区别。鼓励监事会更多地使用相关法律法规已经赋予它们的权利。给予民营企业有关是否设立监事会的选择权。

独立董事：形式与本质

- 中国公司治理中独立董事的篇章开始于1999年。
- 过去的独董人选一般来自学者、会计师、律师和离职官员（后者于2013年被禁止出任独董）。
- 大多数的上市公司不愿意聘请超过董事会人数三分之一的独董。从数量上来说，独董的“有机增长”少之又少。另外，独董的薪酬也不尽如人意。
- 独董的影响力有限——最好的情况是他们可以在某些重大交易的审核上发挥重要的作用。

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》

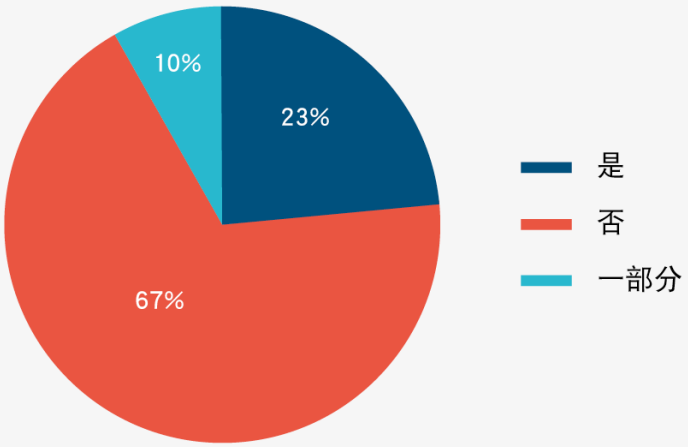
建议： 提高三分之一的监管要求，及鼓励公司更多的提高独董的能力和水平（与其商业需求相对应）。禁止独董委托出席董事会会议。推动更多应用面更广的董事培训。

国有企业 vs 民营企业：异同之处

- 虽然民营企业和国有企业在所有权、经营目的、业绩表现、管理风格和公司治理等方面的确存在一些重要差异，但是这二者之间也有很多重要的相似之处：包括所有权集中造成的权利不平衡，内部人控制的思想，受到政策不稳定性的影响，被控制的市场和需要与政府之间维持的良好关系。
- 只有少于四分之一的外国投资者表示相较于国有企业，他们更愿意投资民营企业。*（见右图）*。
- 只有10%回复问卷的中国上市公司高层认为民营企业的治理水平要高于国有企业*（见下页图）*。

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



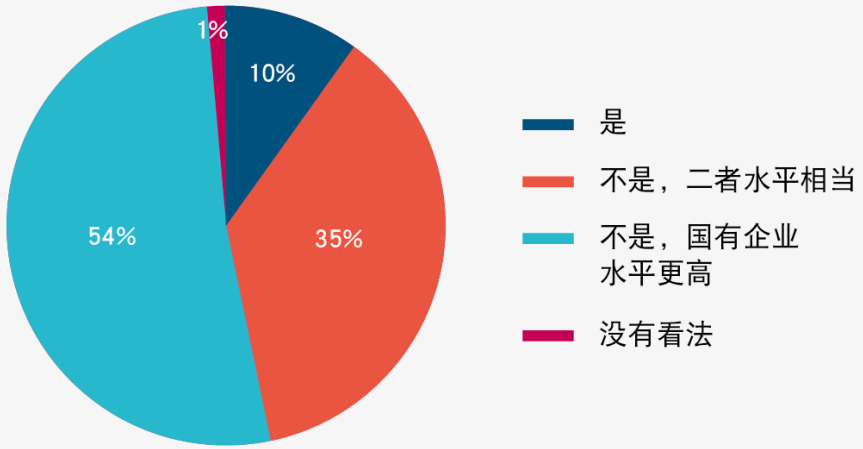
资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》

国有企业 vs 民营企业——2

- 但是国企和民企之间一些重要的差异也在我们的问卷结果中有所显现，比如在政府对于企业决策制定的介入和董事长人选的重要性等方面*（见下页图）*。
- 自从2015年开始，越来越多的国企根据它们作用和功能的不同进行分类治理，比如“商业类”和“公益类”。
- 一家国企的种类将会决定它的运营目标、治理改革路径、业绩指标和评价体系等等。

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

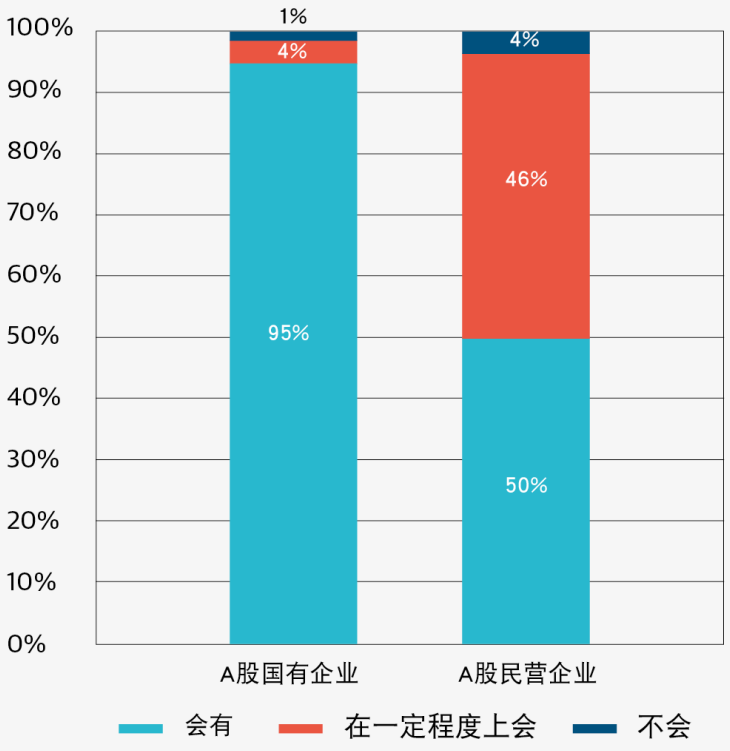


资料来源：《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》

对于民营企业治理的看法

政府是否干涉公司的决策制定? 图 3.13

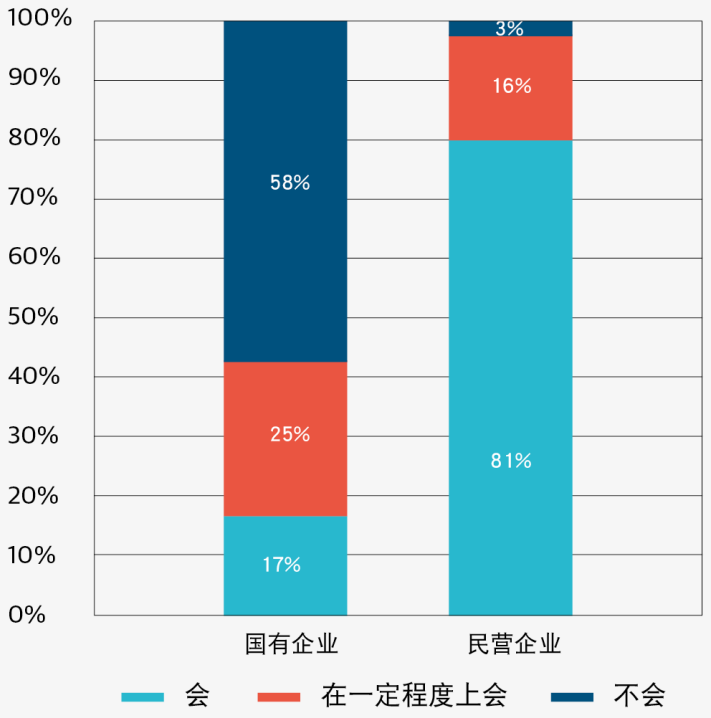
外国投资者对于中国政府干涉国有企业和私营企业决策制定的不同看法



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? 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?



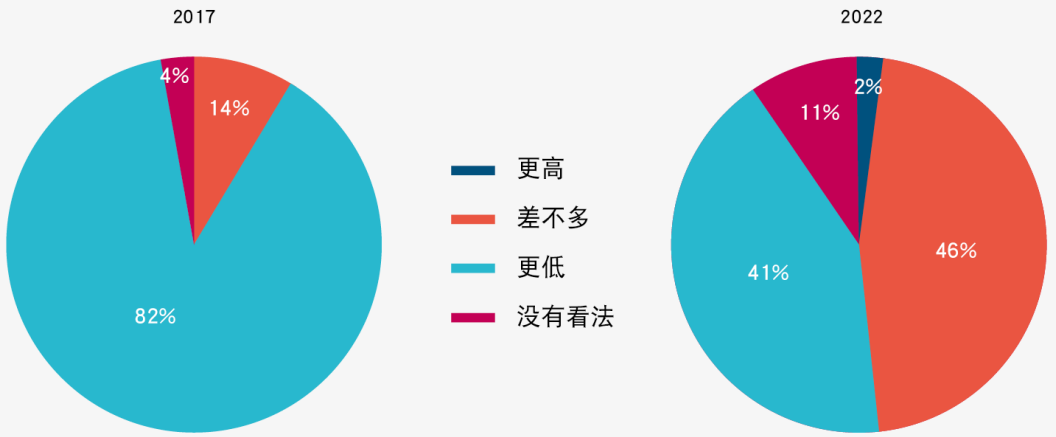
资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》

审计委员会和审计

- 中国出台了大量有关审计委员会、内部审计和外部审计的规定和指引。
- 虽然目前中国公司的披露质量落后于亚洲的发达市场，但是外国投资者相信这一情况在未来将会得到改善*（见右图）*。
- 对于审计委员会、内部审计和监事会各自发挥的作用有一些潜在的混淆空间。
- 外部审计师也面临着各种挑战。

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



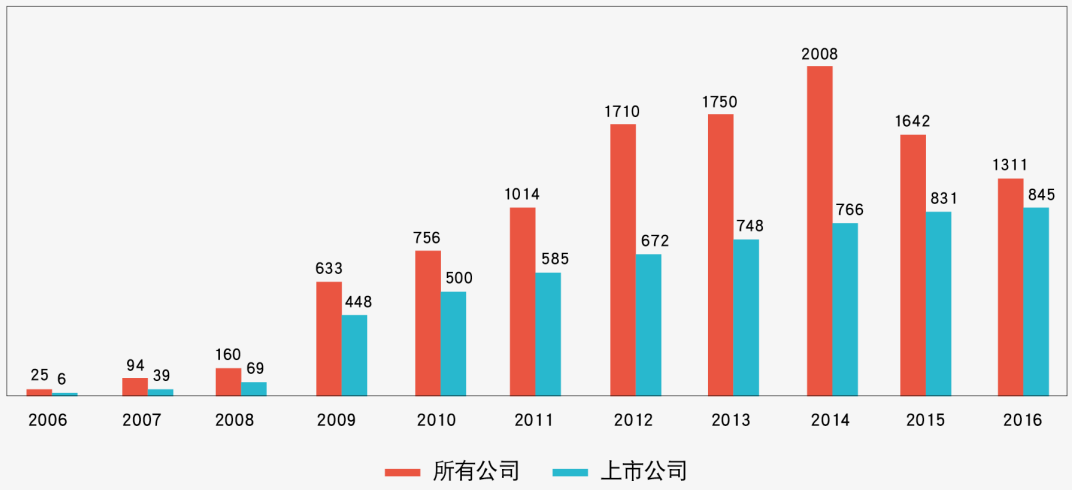
资料来源：《亚洲公司治理协会2017年外国机构投资者调查问卷》和《亚洲公司治理协会2017年中国上市公司调查问卷》

建议： 改善有关审计委员会工作内容的披露。明确内部审计部门应该向审计委员会直接报告的要求。外部审计师需要有更多的发声渠道和发言权。

7. ESG报告和投资

- “企业社会责任”（CSR）报告在中国始于2006年，是当时发布的一系列官方规定和交易所指引的产物。
- 随后，报告的数量激增，并在2014年达到峰值（*见右图*）。直到2016年，上市公司发布的CSR报告数量仍然呈上升趋势，而非上市公司发布的报告数量却开始下降。
- 环境问题是受到最多公众关注的议题。但是还有其他因素也影响着企业是否发布CSR/ESG报告的决定（*见下页图*）。
- 现在的关注焦点更多在于报告的质量和其内容与投资者之间的关联性。

2006-2016年中国企业CSR报告发布统计：按数量 图 4.3



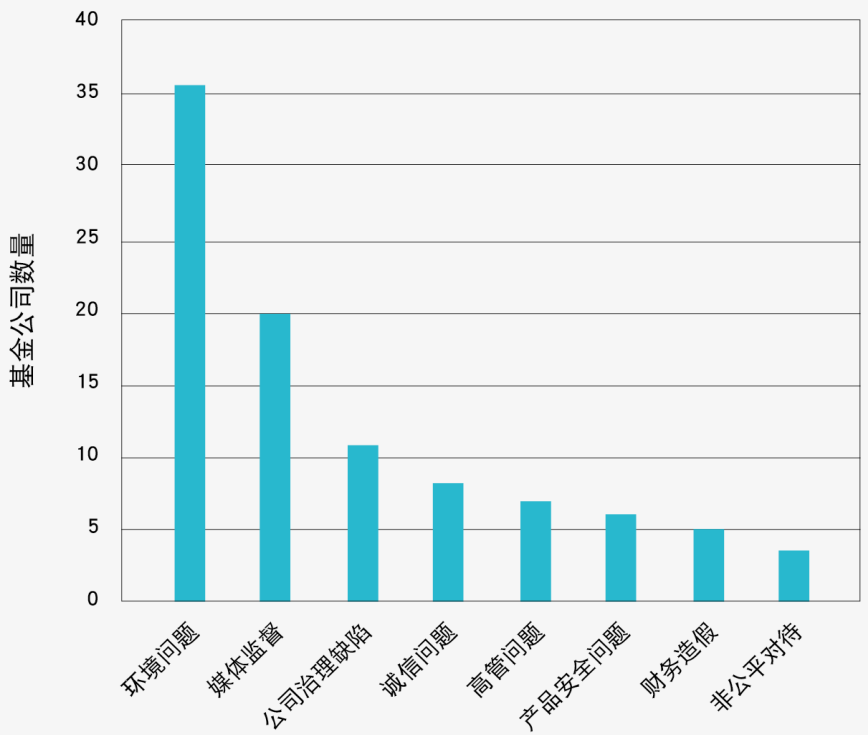
注：包括在海外上市的中国企业。
资料来源：商道纵横

建议： 大型企业受到的关注度更高。投资者应该将信息需求更多的放在围绕主要问题的披露，创造由独立第三方提供数据的需求。可以考虑实验“不遵守即解释”原则。

ESG投资

- 由于中国证券投资基金业协会的推动，中国的机构投资者正在逐步开始将ESG因素纳入他们的投资决策当中。从数量上看，践行这一做法的基金比例已经从2008年的34%增长到了2016年的59%。
- 绿色金融和绿色债券也成为了重要的催化剂。2017年，绿色债券市场的总值已经达到2940亿元而且债券发行的数量也超过了上一年的两倍。
- ESG指数投资逐渐兴起：截至2017年2月，中国共有19支这类指数和18个相关的基金产品，总管理资产规模将近110亿元。
- 同时，中国的许多个人投资者也开始对ESG投资产生兴趣。

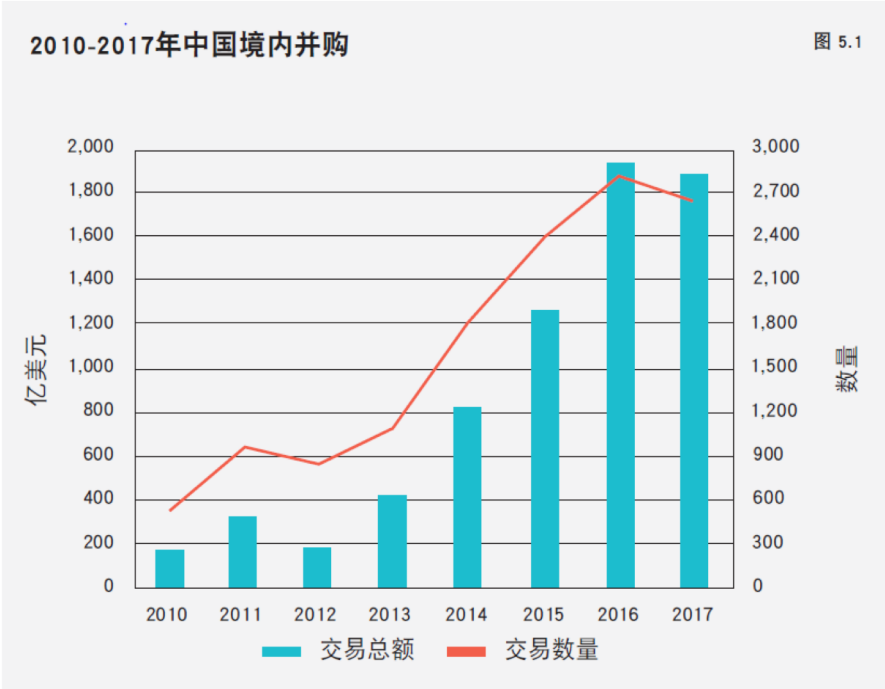
中国基金公司的负面筛选指标 图 4.10



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

8. 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，并且在2016年达到了交易数量和交易额的最高值（*见右图*）。
- 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。
- 敌意收购也一样罕见：中国首例成功的敌意收购案例直到2018年5月才正式完成（浙民投收购ST生化）。
- 上市公司的“壳资源”非常有价值，触发“借壳上市”等市场投机行为。
- 国企间的并购交易虽然在数量上占比不高，却贡献了大量的交易额。政策直接导致了许多同业之间的“横向并购”。



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。*

建议：有关并购监管的法律法规需要重新修订，包括《公司法》中与公司并购重组相关的股东大会会议召开程序和投票表决事项。

9. 企业案例分析

1. **中石化：“混合监管”**
   - 关键词：党组织/混合所有制/董事薪酬
2. **工商银行：“绿巨人”**
   - 关键词：党组织/绿色金融/人才保留
3. **万科：“变形记”**
   - 关键词：万宝之争/所有权变动/收购规则
4. **民生银行：“拯救名声”**
   - 关键词：董事会博弈/内部控制风险
5. **腾讯控股：“一体两面”**
   - 关键词：互相制衡的董事会/股东大会中的反对票/逐渐显露的风险

10. 结论

1. 中国的公司治理改革在过去的几十年经历了各种不同的阶段，现在已经演化成为了拥有强烈“中国特色”的混合治理模式。

2. 随着中国在全球资本市场当中的地位越来越重要，尽快弥合国内外的市场参与者有关公司治理和ESG相关问题在理解和期望上的差距已经成了当务之急。

3. 从公司层面来说，还有很多方面都存在大幅提高治理水平的空间。其中许多方法可以是目前公司已经在进行的治理实践的延伸。

4. 不论是《公司法》还是有关并购的监管法规都需要作出更多具体、明确的规定。

5. 在未来几年，ESG和绿色金融在资本市场当中的地位将会越来越重要。

联系我们

艾哲明（Jamie Allen）
秘书长
邮箱：jamie@acga-asia.org

李睿（Nana Li）
高级研究员
邮箱：nana@acga-asia.org

亚洲公司治理协会
中国香港中环云咸街19-27号威信大厦18楼

电话：(852) 2160 1788
网址：www.acga-asia.org