

关于有效解决民营上市公司治理失衡 推动主要各方积极参与公司治理的对策建议

深圳证监局民营上市公司治理调研组

引言

自国务院于2005年、2010年分别下发《国务院关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》、《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》，明确毫不动摇地鼓励、支持和引导民营经济发展以来，我国民营经济不断发展壮大，已经成为促进经济发展、调整产业结构、繁荣城乡市场、扩大社会就业的重要力量。特别是在资本市场上，民营上市公司无论从数量还是规模上都取得了较快增长。从深圳的情况看：截至2012年6月30日，深圳共有上市公司182家，其中民营上市公司132家，占比72.5%，2010年以来深圳新上市公司71家，其中民营上市公司69家，占比97.2%，民营上市公司已成为资本市场的主力军。民营上市公司治理的健全和完善，直接影响着上市公司整体质量的提升，关系着资本市场的长期稳定健康发展。

为深入分析深圳民营上市公司治理的现状、特点，探索提升民营上市公司治理水平的有效途径，深圳证监局近期成立了以焦津洪局长为组长的民营上市公司治理调研组，调研组梳理总结了近年来在日常监管、现场检查中存在的深圳民营上市公司治理问题，先后两次向深圳132家民营上市公司及局内监管干部下发调研问卷，为保证问卷填写的客观、真实，深圳证监局上市公司监管干部还就填写中的注意事项逐家电话提醒，并对反馈的问卷进行认真复核。此外，深圳证监局还分别组织深圳10家民营上市公司独立董事、4家私募股权投资基金负责人、5家基金管理公司代表召开座谈会，并联合深圳证交所邀请杨桦、沈四宝、刘纪鹏、汤欣、胡汝银等专家召开调研成果论证会，全面听取各方意见，围绕提升民营上市公司治理水平这一核心问题提出相关政策建议。

一、深圳民营上市公司治理存在问题及原因分析

(一) 深圳民营上市公司治理现状

从总体上看，深圳民营上市公司治理已步入规范发展的轨道，基本构建了较为完备的治理架构，规范运作意识不断提升，公司治理水平不断提高。通过此次调研并结合日常监管掌握的情况，初步认为深圳民营上市公司治理情况整体呈以下特点：

1、公司股权相对集中，实际控制人对公司治理具有较大的影响力

深圳民营上市公司股权集中度较高。在深圳121家存在实际控制人的民营上市公司中，实际控制人控制的股权比例平均为46.41%，有51家公司实际控制人控制的股权比例达50%而实现绝对控股，占总家数的42.1%。除实际控制人及其家数的股东以外的第二大股东、第三大股东控制的股权比例平均仅为8.26%、4.10%，股权制衡度相对较小。

实际控制人凭借其控制权优势，成为影响公司治理的关键因素。调研结果显示，在上市满一年、且存在实际控制人的105家民营上市公司中，由董事会提名的董事占董事总人数的45.5%，由实际控制人提名的董事占38.5%，而由其他股东提名的董事仅占16%。考虑到董事会多由实际控制人控制，实际控制人提名的董事占比在80%以上。同时，105家公司中，实际控制人直接担任董事长兼(或)总经理的有88家，占比83.8%；实际控制人亲属有任职的公司共61家，占比58.1%，其中担任高管的共29家，其他32家公司实际控制人的亲属未在上市公司担任高管，但多在财务、资金管控以及采购等重要部门任职。此外，调研中有近90%的深圳证监局上市公司监管干部

和70%以上的民营上市公司董秘将“大股东、实际控制人或公司核心人物”作为影响公司治理的关键因素，日常监管情况也表明，公司治理情况与实际控制人规范意识存在明显的正相关性。

2、独立董事来源较为单一，市场化的激励约束机制尚不健全

独立董事作为公司治理的重要制度安排，其积极作用正日益显现，越来越多的独立董事积极发表专业意见，甚至提出反对意见。调研结果显示，要充分发挥独立董事的监督制衡作用仍面临着现实约束：

公司缺少畅通、便利的独立董事选聘渠道。132家民营上市公司中有97家认为当前独立董事选聘存在一定难度，主要依靠实际控制人、董事会推荐。132家公司的全部431名现任独立董事中(未考虑个别重复任职的情况)，来自中介机构的有128名、高校及研究机构的有121名、非上市企业的有81名，合计占比76.6%，表明独立董事来源渠道相对有限。

市场化的激励约束机制尚未建立。一是部分独立董事薪酬偏低，2011年度深圳民营上市公司独立董事平均薪酬为7.02万元，仅是同期辖区沪深主板上市公司独立董事平均薪酬的68.4%。民营上市公司中独立董事薪酬低于3万元的有5家，而其中一家公司的独立董事全年需参加董事会21次、审阅董事会议案相关文件97份、发表独立意见16项，报酬水平与其工作量及所需承担的职责、风险相背离。二是绝大部分民营上市公司简单地给予独立董事相同的薪酬待遇，并未根据独立董事的执业能力、专业素质以及出席股东大会、董事会等工作量情况的差异做出合理区分。三是市场约束机制不足，对独立董事的问责机制仍然主要依靠行政手段，市场化的优胜劣汰机制作用尚不明显，民事诉讼也未成为投资者自我保护的有效手段。

3、公众投资者参与治理积极性不高，对实际控制人的制衡度较弱

公募基金参与公司治理意愿较弱。调研结果显示，在上市满一年的116家民营上市公司中，除大股东、实际控制人及其亲属、员工股东外，其他股东参加股东大会现场投票的股份合计平均仅占公司股份总额的10.31%。其中，公募基金参与投票的上市公司仅有26家，占116家上市公司的22.5%，平均每次参加现场投票的股份仅占公司股份总额的2.49%，个别公司公募基金持股比例超过5%而参与股东大会表决的比例却不到0.5%。

网络投票作为便利中小投资者参与公司治理的重要制度安排，现实中使用率较低，且投资者参与积极性不足。调研结果显示，上市满一年的116家民营上市公司在2011年度共召开股东大会337次，仅有40家公司的60次股东大会采用过网络投票，家数仅占三分之一，次数仅占17.80%。而在上述40家公司中，2011年度平均每次参加网络投票的股份合计占总股份的比例1%以下的有16家，1%至5%有13家，10%以上的仅有5家，网络投票的作用没有得到充分发挥。

(二) 民营上市公司治理问题症结——公司治理天平向实际控制人倾斜并最终失衡

从上述调研情况分析，我国民营上市公司治理中存在的核心问题，源于实际控制人集所有权、控制权、执行权于一身，且对其缺乏有效的内外部制衡，导致公司治理天平向实际控制人倾斜并最终失衡。天平的一方，相对集中的股权结构，使大股东、实际控制人或创业元老等核心人物在公司治理、生产经营等方面具有较强的话语权和影响力。依托血缘、亲缘关系，实际控制人对公司治理及重大事项的话语权、影响力进一步得到强化，可导致公司治理和内部控制失效。如曾发生大股东期间占用资金的两家深圳民营上市公司，

资金部门负责人均是实际控制人的亲属，资金划拨均由实际控制人及其亲属完成，完全脱离了公司正常的内部控制。天平的另一方，由于机构投资者力量较为薄弱，参与公司治理的积极性和话语权相对较小，其或是以“搭便车”的形式参与公司治理，或是“用脚投”定位于财务投资，加上独立董事、监事监督作用发挥有限，以致难以形成对实际控制人的有效制约，成为民营上市公司治理“形似而神不至”的症结所在。

二、解决民营上市公司治理天平失衡的基本思路

郭树清主席指出：“中国企业与美国、日本、德国或巴西、印度的企业相比，在公司治理方面面临的主要问题可能完全不同，千万不能开错药方。”我国民营上市公司治理面临着与英美德日不同的现实背景和制度环境：美英等国上市公司股权结构分散，公司治理着重解决所有权与经营权分离所导致的“委托—代理”问题，通过独立董事、薪酬激励、股东诉讼、并购市场等一系列制度设计形成股东对经营层的监督和制约；而德日等国上市公司治理着重解决相对集中，加之交叉持股的股权特征以及金融机构对公司具备较大影响力，使之在制度设计上更侧重于通过职工民主管理、赋予监事会监督决策权、强化金融机构监督职能等途径构建公司治理整体架构。对此，尽管我国引入的如独立董事等一系列公司治理制度设计已在实践中逐步发挥作用，然而受限于我国资本市场所处阶段以及尚未健全的股东诉讼制度，国内外诸如兼并收购、股东诉讼等行之有效的治理方式目前在我国难以发挥有效作用，因此在完善我国公司治理时应兼收并蓄、不能简单采用“拿来主义”。公司治理的核心在于制衡，现阶段改善我国民营上市公司治理的关键，在于民营上市公司股权结构集中且将长期持续的现实情况下，如何推动公司治理天平实现平衡。调研认为，应同时施力于公司治理天平的两端，一方面提高公司实际控制人或核心人物的规范运作意识，推动其在公司治理中更多地发挥正面作用；另一方面推动独立董事、机构投资者和其他战略投资者以合作共赢的方式发挥制衡作用，减少公司治理对实际控制人的依赖，最终使过度倾斜的治理天平实现平衡。

1、坚持市场化导向和“软法”作用。通过市场化手段和机制，对各方参与治理形成正向的激励和约束，发挥各方参与治理的协同效应；充分发挥“软法”(即倡导性规范)在完善治理中的重要作用，推动以行业协会为代表的自律组织出台指导性意见，鼓励公司进行自律规范，最终实现将监管要求转变成公司的自觉行动。

2、坚持“治理共赢”理念。推动民营上市公司实际控制人扭转“公司治理就是限制权力和意志发挥”的错误认识，提倡各方以“合作式博弈”而非对立冲突的方式参与公司治理，营造合作共赢、积极参与的治理环境。

3、坚持“以透明促规范”理念。以充分信息披露促进公司治理水平提升，强化公司治理各项制度执行和落实情况的披露，使各参与方的行为为社会公众特别是投资者所充分知悉，既对不尽职的参与方产生约束和压力，也对履职尽责的参与方形成正向激励。

4、坚持“关口前移”原则。将提升民营控股上市公司治理水平的关口前移至企业上市前阶段，将治理监管贯穿于辅导监管和发行审核环节，引导私募基金等战略投资者参与民营上市公司治理，将股权结构优化转化为治理结构优化，使企业在上市前就具备基本的治理框架、清晰的权力制衡和有效的制度约束。

5、坚持“差异化治理”原则。我国现行法律法规为上市公司设定了一套“整齐划一”的治理模式，在上市初期推动建立规范的民营上市公司治理架构起到了积极作用。但相关制度未充分考虑民营上市公司差异性，单纯的制度叠加容易导致治理机制雷同、职能分工重叠，一旦对成本收益更为敏感

的民营上市公司认为治理成本较高不划算时，便会有意识地收缩公司治理机制，导致公司治理流于形式，甚至损害立法的严肃性。引入差异化治理机制，引导公司结合自身实际建立各有侧重、针对性强、运行效率高的公司治理架构，改变过去单纯做“加法”的情况，适当做“减法”或“合并同类项”，以适应不同规模、类型民营企业的治理需要。

三、提升民营上市公司治理水平的对策建议

从深圳辖区的实际情况看，民营上市公司的治理问题虽然突出，但强化民营上市公司治理仍面临有利的内外部环境。首先，我国民营经济整体仍处于发展初期，公司治理弊病尚未固化而具有较大改进空间。其次，我国公司治理法制建设工作起步较早，目前虽不完善，但已初步形成了以《公司法》、《上市公司治理准则》等为基础的上市公司治理规范体系。最后，公司治理水平提升对民营经济健康发展能够发挥持续、正向的激励推动作用，已经基本成为共识，将法律规范和监管要求转变为公司自觉行动的条件已初步具备。深圳证监局对提升民营上市公司治理水平提出以下具体政策建议：

(一) 调整监管重心，从“三会”监管为主向“三会”与实际控制人监管并重转变

目前，我国公司治理监管主要关注上市公司股东大会、董事会和监事会相关制度建设及规范运作情况，提升了“三会”规范运作水平。为了防止“三会”成为实际控制人的附庸，应将监管重心部分调整至公司的实际控制人，抓本质、抓源头，努力将监管要求转变为实际控制人的自觉行动。

1、以培训交流提升实际控制人规范运作意识

一方面，做好上市前启蒙教育，把好入门关。建议在拟上市公司接受辅导期间，由中国上市公司协会统一组织实际控制人在北京进行法律法规培训并举行闭卷考试，以考试成绩合格作为提交申报材料的条件之一，督促实际控制人在进入资本市场前即树立规范运作意识。另一方面，加强上市后的经验交流。建议中国上市公司协会搭建良好的沟通交流平台，定期组织上市公司实际控制人参加以案例讲解、经验座谈会为主的交流培训；组织新上市公司实际控制人走访治理水平较好的上市公司，使其身临其境地感受到公司治理的成效，增强其利用资本市场规范发展的意识和对公司治理积极意义的认同。

此外，针对实际控制人自身或实际控制人因规范运作意识较差，导致上市公司被监管部门采取监管措施或行政处罚的，应责令实际控制人参加一定时间的法律法规培训和考试，推动其学法守法。

2、以行为准则规范实际控制人权利和义务

建议尽快推出上市公司实际控制人行为准则，明确实际控制人权利和义务，对罚则做出具体规定，对滥用实际控制权的行為加以监督和制约。

3、以信息披露强化实际控制人责任

建议在定期报告中披露实际控制人参与公司治理情况，包括提名董事、推动相关制度建立等，对于实际控制人亲属在公司资金管理等相关岗位任职的，应说明公司是否建立健全了必要的内控措施。要求实际控制人对上市公司披露关联交易等与其相关内容的真实、准确、完整进行保证和承诺。

(二) 推动公募基金在公司治理中发挥表率 and 示范作用

公募基金是现阶段中国证监会推动机构投资者积极行使股东权利、参与公司治理的最有效抓手。一方面，“格力事件”表明公募基金有参与公司治理的意愿，并能在治理中发挥作用；另一方面，中国证监会作为公募基金的主管部门，推动其积极履行受托人责任是证券监管的应有之义，也能保证各项督促措施落到实处。因此，

要通过有效的制度设计推动公募基金发挥集体力量，成为其他社会股东投资决策和参与治理的领导者 and 风向标，进而促使上市公司尊重并重视公募基金的意见建议，最终实现内外部制衡的有效互动。

1、明确公募基金参与股东大会表决的义务

投票权作为一项资产权利，承担受托责任的公募基金应当积极审慎行使。建议完善法律法规或由中国基金业协会制定相关指引，要求公募基金在基金契约中将参与公司治理、行使投票权作为忠实履行受托责任的一项义务加以明确，对于特定重仓股或重要事项必须现场参加股东大会并行使表决权。同时，提升公募基金参与投票的便利性，全面开通上市公司股东大会网络投票，降低甚至取消网络投票费用，为公募基金等全面参与股东大会投票表决创造条件。

2、强化对公募基金参与治理情况的信息披露

建议从制度上明确要求上市公司建立公募基金参与治理的特殊披露制度，增加披露股东大会上公募基金对各项议案的表决结果，特别是投反对票和弃权票的情况，同时要求公募基金在其定期报告中就参与上市公司治理情况进行披露。通过对公募基金参与治理情况的全面、持续披露，调动并提升私募基金、券商等其他机构投资者参与公司治理的积极性，共同形成治理合力，使机构投资者意见成为引领中小投资者投资决策的重要参考，进而成为上市公司治理层所必须加以重视的市场因素，为更好地推动公募基金以温和协商方式参与公司治理打下基础。

3、充分发挥中国基金业协会作用，使其成为公募基金间信息沟通和集体行动的平台

建议积极发挥中国基金业协会作用，推动公募基金间的交流，鼓励公募基金在上市公司重大事项表决前进行充分、合规的沟通，必要时为公募基金联合推荐董事、监事等提供便利条件。

4、鼓励公募基金通过温和协商方式积极参与公司治理

公募基金除以投票表决或提名董事、监事等途径参与公司治理外，还可借鉴国外较为成熟的温和协商方式，就公司治理问题与公司实际控制人或治理层通过书信、传真、电话或举行专门会议等方式进行沟通，寻求一种不通过投票表决就能有效参与和改善公司治理的新途径。

(三) 建立市场化的管理运行机制，强化独立董事的内部制衡作用

调研结果显示，在上市公司数量不断增加的情况下，独立董事资源已难以满足市场需求，而且上市公司选聘独立董事的信息渠道不畅，缺乏有效的独立董事激励约束机制。建议建立市场化的独立董事管理运行机制，在拓宽独立董事来源的同时强化市场化的激励约束机制，促进独立董事在公司治理中发挥应有的制衡作用。

1、建立独立董事选聘信息平台，拓宽独立董事选聘渠道

建立统一的独立董事选聘信息平台。建议由中国上市公司协会统一组织对独立董事的资格培训，搭建全国统一的独立董事人才信息库，公开独立董事候选人履历信息、专业背景、任职情况、诚信记录等信息，为上市公司选聘独立董事提供更丰富、权威的信息来源，为形成双向的市场化选聘机制创造条件。同时适当增加培训频次，严格考试标准，促进独立董事队伍整体素质的提高。

拓宽独立董事来源。调研结果显示，民营上市公司独立董事来源渠道相对狭窄。建议在制度上积极鼓励曾从事投资银行、PE、VC及其他证券业务的高层次专业人才加入独立董事队伍，推动上市公司选聘这些专业人士作为独立董事，在拓宽独立董事来源的同时，充分发挥其熟悉资本市场法律法规、工作时间相对充裕、独立性较强的优势。在此基础上，进一步探索引入职业化独立董事，逐步放宽独立董事兼职家数的限制。

2、完善市场化的激励约束机制，推动独立董事勤勉尽责

引导实施差异化的独立董事薪酬机制。建议倡导上市公司自主实施差异化的独立董事薪酬制度，针对独立董事不同的履职时间和履职效果，支付不同的薪酬，探索实施以计时收费方式核算独立董事薪酬，使独立董事劳动付出、责任与收益相匹配，强化对勤勉尽职独立董事的正向激励。

加强“软法”规制下的独立董事约束机制。建议在独立董事审议议案时，增加独立董事决策的声明，表明其本人已充分阅读并了解议案的所有内容，在此基础上做出审慎决策，同时愿意承担相应责任，以进一步促进独立董事更加审慎尽责地做出决策和判断。鼓励上市公司强化自律约束，如在公司章程及相关制度中对独立董事的提名权、履职要求等作出明确规定并披露，明确独立董事每年为公司服务的最低时限、到公司实地考察的次数等。

强化投资者外部监督机制。建议强化独立董事接受投资者质询的义务，通过开通专门邮箱、借助交易所互动易平台在线交流、出席股东大会等形式，畅通与中小投资者沟通渠道。对于公司的重大事项，独立董事还应就自身的履职情况、独立意见及出具依据接受投资者质询，以发挥投资者和市场外部监督机制的作用。

在市场化独立董事管理运行机制基本建立并初见成效的基础上，可以探索进一步探索推动上市公司实施差异化治理，允许上市公司结合自身规模及需要，自主选择是否设立监事会或董事会专门委员会，将治理职责和资源向独立董事集中，以节约治理成本，提高公司治理有效性。

(四) 关口前移，规范公司治理“从娃娃抓起”

着力把提升民营上市公司治理水平的关口前移至企业上市前阶段，通过强化保荐机构辅导工作质量，加强上市公司协会在组织培训交流方面的作用，推动私募股权投资基金积极参与治理等，将企业一部分治理问题化解在上市前的萌芽状态。

1、强化对保荐机构辅导工作的监管

建议明确重点保荐机构最短辅导期限为半年，重点辅导内容为公司治理及财务会计基础工作，使公司在上市前经历较为充分的治理运作“磨合期”，派出机构着重对公司治理机制是否健全、会计基础工作是否扎实等实际效果进行验收，验收不合格的将适当延长其辅导期。

2、加强上市公司协会在组织培训交流方面的作用

建议由中国上市公司协会定期组织拟上市公司全体董事、监事和高级管理人员进行集中视频培训，邀请来自证监会、交易所、优秀上市公司以及有经验的机构投资者等相关人士进行法规、案例的宣讲，并实行闭卷考试，考试合格后方出具辅导验收报告。培训期间，保荐机构认真做好课间答疑和考试辅导工作。充分发挥地方上市公司协会的作用，与派出机构共同协作，通过组织到优秀上市公司走访等形式，为强化拟上市企业公司治理搭建沟通和交流的平台。

3、推动私募股权投资基金积极参与民营上市公司治理

调研结果显示，深圳有51家民营上市公司在上市前有PE入股，其中提名董事的公司44家，提名董事人数占比为17.61%；提名监事的公司19家，提名监事人数占比为12.25%，表明PE在日常治理上已取得一定的话语权，与监管情况也反映出PE的入股对提高企业治理水平起到了一定的积极作用。为此建议：一是鼓励PE对上市公司长期持股，在上市公司分红制度改革中探索红利税减免幅度与持股时间相结合的税收征收方式，提高PE参与公司治理积极性。二是加强对PE参与公司治理的指导，推动PE积极协助被投资企业提高公司治理和财务会计基础工作水平，鼓励PE通过委派董事、监事在企业上市后续积极参与公司治理，提高被投资上市公司的透明度和规范运作水平，提升在二级市场的估值溢价，实现PE与上市公司的共赢。