

## 监管转型背景下公司治理 监管路径的现状、问题与对策

黄立新\* 陈宇\*\* 王靓\*\*\* 吴姬君\*\*\*\*

刘灿辉\*\*\*\*\*

**摘要:**本文基于监管转型背景,探讨了公司治理监管的法律基础,进而研究了公司治理与信息披露的互动关系。本文认为,受制于相关法规的实施条件和成本约束,以信息披露为抓手、问题为导向的公司治理监管模式不仅能顺应简政放权的要求,而且有利于促进市场主体归位尽责。基于此认识,结合公司治理监管的成本效益分析,本文提出了政策建议。

**关键词:**监管转型 公司治理 信息披露 成本效益分析

### 一、研究背景:对公司治理监管的再认识

一般理解,公司治理属于公司法规制的公司自

---

\* 中国证监会江苏监管局副局长。

\*\* 中国证监会江苏监管局公司二处处长。

\*\*\* 中国证监会江苏监管局干部。

\*\*\*\* 中国证监会江苏监管局干部。

\*\*\*\*\* 中国证监会江苏监管局干部。

治范畴,国家不应过多干涉属于私法自治的领域。然而,近年来,安然事件、日本奥林巴斯等公司造假事件频发,一定程度上折射出不少公司治理理念落后于证券市场要求的公司治理体系,并导致监管部门遭受批评,<sup>[1]</sup>公司治理的法律定位及监管模式选择再次进入公众视野。

受制于内生动力缺乏以及制度移植的局限性,不少上市公司治理仍存在“形似而神不至”的问题,不仅个别公司的治理实践中存在各种违法违规现象乃至低级错误,<sup>[2]</sup>甚至一些公司治理失衡的矛盾明显化。如上海家化与大股东中国平安公开争斗,表象是产业和资本的矛盾,实质上揭示出公司治理、经理人制度以及中小投资者利益保护亟须完善的问题;正德人寿无法正常召开董事会和股东大会引发监管部门如何介入的讨论;上海新梅的“双头”董事会、西藏药业和东方银星的股东控制权之争;东电B、四海股份股东大会上演全武行、雷士照明忙于内斗引发市场呼吁其从“战斗模式”转向“发展模式”等诸多乱象凸显公司治理缺失。

在以信息披露为中心的监管转型背景下,监管部门是否仍需介入公司治理?自治范畴的公司治理与强制范畴的信息披露是什么关系?监管部门和市场主体的行为边界、行为内容该如何厘清?这些问题考验着各方的智慧。

## 二、公司治理监管的法律基础

长期以来,学术界从代理理论、企业所有权分配理论等角度研究公司治理,从信号传递理论、市场失灵理论、有效市场假说、博弈论、交易成本理论等分析信息披露制度,但缺乏对监管转型背景下公司治理监管的现实依据——法律的分析,也缺乏对公司治理和信息披露相互作用机理的梳理,导致公司治理监管模式难以深入,效果难以保证。现代

---

[1] 吴祺:“日本奥林巴斯会计作假事件——兼论资本市场诚信与公司治理”,载《证券法苑》2012年第7卷。

[2] 李建伟:“法律在公司治理中作用的一般理论及其政策意义”,载《证券法苑》(第一卷),法律出版社2009年版。

经济学的核心是效率和资源配置,但将法律制度暗含为经济研究的既定前提,法律中的许多原则和制度同样被理解和解释为促进资源有效率配置。<sup>〔3〕</sup>经济问题同样适用法律分析路径,因此,从法律角度研究公司治理监管,不再将法律制度作为公司治理的既定前提而是作为研究内容,更具理论和现实意义。

公司法意义的公司治理是一种机制,即通过合理的治理结构来实现的一整套制约和平衡机制,包括股权结构下的三会和经理层等公司组织机构的设置及为实现公司治理目的而建立的权力分配与制衡制度、调整其相互间法律关系的各种规则。

从监管的正义性看,公司治理的参与主体依法享有权利与义务,上市公司监管须要以法律为基础,获得法律授权方可实施。实践中,资本逐利本质和代理人“内部人控制”欲望下,公司内部易出现滥用权利或怠于履行义务的情形,对市场经济秩序形成了现实或潜在的危害。为此,需要监管机构基于法律授权行使监管职责。依据《证券法》的授权,我国证券监管机构涉及公司治理相关的规定包括:证监会依法制定证券市场监督管理的规章、规则的权利,<sup>〔4〕</sup>对市场主体的证券业务活动进行监督管理和对违法行为进行查处的调查权和处罚权等;证券交易所依照证券法律、行政法规制定自律性规则等。<sup>〔5〕</sup>

综上,法律是公司治理活动的基石,一方面保障了参与主体意思自治的自由,另一方面也授权监管机构促进公司治理体系的良好运行。

---

〔3〕 [美]理查德·A·波斯纳:《法律的经济分析》,蒋兆康译,中国大百科全书出版社1997年版,第26页。

〔4〕 具体而言,《上市公司治理准则》(证监发〔2002〕1号)推动了上市公司建立和完善现代企业制度,明确了公司治理的具体内容,拉开了公司治理的序幕;《关于开展加强上市公司治理专项活动有关事项的通知》(证监公司字〔2007〕28号)首次确定了公司治理专项活动的目标和意义、基本原则、总体安排和监管措施;《关于公司治理专项活动公告的通知》(证监公告〔2008〕27号)则对当时上市公司治理中存在的重点突出问题,如独立性不足、关联方资金非经营性占用、敏感信息内部管理缺陷开展的专项整治活动,已经体现出问题导向的监管思路。

〔5〕 目前实践中,中国证监会及其派出机构负责公司治理现场监管,证券交易所负责信息披露监管,上市公司协会承担的部分自律管理职能与行政监管在效果与分工上相辅相成,本文一并纳入讨论。

### 三、公司治理和信息披露的关系探讨

理论上讲,所有权和经营权相分离的现代企业制度为保障股东及利益相关方的知情权,对公众公司信息披露制度提出了强制要求,内生的公司治理包括了公司组织机构设置、规章制度等系列安排,为包括信息披露在内的有效运行提供制度保障。

信息披露制度与公司治理同为现代企业制度的精巧设计,有利于保护投资者知情权、参与权和监督权,也是便利投资者行权、体现公平正义的基础保障。公司治理和信息披露相互影响和促进,互动已成为二者存在和发展的方式。公司治理和信息披露的互动关系主要体现在以下两个方面。

#### (一) 信息披露制度直接关系到公司治理的成效

国外学者广泛研究了信息在各种治理机制有效运行中的作用,如投资效率、控制权市场、代理权争夺、董事会、股东诉讼、债务合约、审计功能,认为高质量的信息披露是公司治理机制作用得以有效发挥的前提。完善的信息披露制度是股东行使表决权的关键,也是影响公司行为和保护潜在投资者利益的有力工具。股东和潜在投资者需要定期得到可靠、且足够详细的有用信息,有利于对管理层履职情况做出评价,对投资决策做出判断,提升参与公司重大决策的积极性,改善公司治理结构。

#### (二) 公司治理结构直接影响信息披露的标准、内容和质量

已有研究发现,股权集中度、管理层持股比例等公司治理范畴要素与信息披露质量存在相关关系,外部董事、审计委员会的设置可减少财务欺诈,董事会功能发挥对自愿性信息披露有促进作用等。公司治理对信息披露的作用主要体现在通过公司治理安排对内部人实现有效的激励和约束,降低他们对公司信息披露进行操纵的动机和可能性,内部提升信息披露的约束和动力。

从发达国家实践来看,世界主要证券交易所长期持续关注公司治理机制,对上市公司监管不仅包括信息披露,也强调上市公司的治理结

构。随着近年来我国上市公司的数量快速增加,上市公司监管人少事多、新情况不断涌现,公司治理监管囿于人数限制难以大规模开展,单纯由监管部门推动公司治理的难度加大,执法成本限制了公司治理相关法律的实施条件和范围,也减少了监管部门的选择空间。因此,以信息披露为中心的监管转型背景下,监管部门是否需要以及如何介入公司治理,如何做好公司治理与信息披露有效衔接,值得探索。有学者研究认为,公司治理具有内生性特点,单纯的内部自治抑或外部监管都有其缺陷,采用内外融合和上下贯通的软法路径可能更为有效。<sup>[6]</sup>我们认为,信息披露是包括公司治理在内的公司内部状况的最终外在表现形式,以信息披露为中心,不应仅仅单方面强调上市公司对公司治理的自治,市场各方主体都有参与公司治理的必要。

#### 四、公司治理现状简析

公司治理作为一国公司法律制度的重要组成部分,受其自身的历史、政治、经济、文化等因素影响。自证监会推动公司治理专项活动以来,上市公司治理已经取得巨大进步,并初步构建了一套公司治理制度框架,但“形似而神不至”的现象依然存在。究其表现形式和原因,体现在内生机制上的天然缺陷和外部市场环境成熟度的阶段性缺失。

##### (一) 内生机制的天然缺陷

在内生机制上,部分公司股权结构相对集中,<sup>[7]</sup>内部人话语权较大,董事会、监事会独立性缺失,中小投资者难以对上市公司的运作与

---

[6] 蒋学跃:“上市公司诚信建设的内生机制——公司治理视野下的软法规范”,载《证券法苑》(第七卷),法律出版社2012年版。

[7] wind统计,截至2014年12月31日,沪深两市2638家A股上市公司中,有1545家公司(占总数的58.57%)第一大股东持股比例超过30%,平均持股为45.83%。30%是《上市公司收购管理办法》规定的一个安全边界,近六成的公司选择持股超过30%,既能避免要约收购,又能保证对公司的控制权和决策权;510家公司(占总数的19.33%)第一大股东持股比例超过50%,保证了对公司的绝对控制权;此外,国有控股上市公司家数为872家(占总数的33.05%)。整体而言,与机构投资者较为成熟的发达国家如美国相比,我国上市公司股权结构较为集中,国有股占比较大。

发展决策产生实质性的影响。

### 1. 股权不合理导致管理层滥权

由于股权结构不够合理,政府型或家族型的治理结构盛行。1932年 Berle A Jr & G. Means 就提出了现代公司股权结构带来的管理层滥权以及种种机会主义行为,将是公司法永恒的课题。<sup>〔8〕</sup>

### 2. 董事会难以体现中小股东意志

虽然累积投票制已经推行多年,但实务中,董事会更多体现为大股东的意志,前文所述的“双头董事会”,更多的也是源于股东的控制权之争、董事会成员与经理层人员重合,执行董事在董事会中占较大比重,易于引致管理层对自身履职进行评价。

此外,实践中,独立董事大多由大股东提名并主导选举产生,难以做到真正的独立;学者型独立董事占绝大多数,企业家型独立董事比例较低;独立董事对上市公司投入的精力有限,对企业实际情况了解较少。

### 3. 监事会作用受限

监事会成员大多来源于大股东,职工监事来源于公司内部,其职位任命、工资薪酬等基本由管理层决定,导致其作用发挥受限,甚至由于成本限制出现部分中小民营企业监事会运作“空心化”。

## (二) 外部市场环境成熟度的阶段性缺失

在市场环境上,尽管上市公司治理的法律环境和监管环境已经有了极大改善,但市场机制仍不成熟,使以市场为基础的公司外部治理机制发育不全,难以充分发挥市场的公开透明和优胜劣汰功能。

### 1. 利益相关者治理机制缺失

一方面,中小投资者成熟度较低,研究发现个人投资者绝大部分偏好小盘股,乐于炒新炒概念,持有目的多为短期交易,热衷刺探未公开信息,中小投资者“搭便车”现象仍较为普遍<sup>〔9〕</sup>;另一方面,债权人约束机制被弱化,公司的破产清算通常由政府机构主导,而不是由债权人

〔8〕 Berle A Jr & G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, 1932, p. 6.

〔9〕 黄立新等:“构建基于投资者需求的信息披露制度探讨”,载《证券市场导报》2014年第7期。

主导,债权人难以有效地产生作用;在公司股权结构发生变化时,主要通过协议转让进行,由于内部控制的不严密和信息披露的不及时,内幕交易时有发生,极大地损害了中小投资者的利益和证券市场的公平性。

## 2. 法律保障机制尚不健全

目前,在公司治理结构出现问题,中小投资者在遭遇证券侵权后,诉诸司法救济仍存障碍。

一方面,重行政责任和刑事责任,民事责任和民事赔偿机制尚待进一步完善,使投资者难以运用民事诉讼手段维护自己的正当权益;另一方面,在成熟市场经济国家行之有效的集体诉讼尚未在我国建立,且证券侵权民事赔偿案件的审理实践中,投资者的诉讼成本高昂。<sup>[10]</sup>

学者认为,调整、规范公司治理关系的路径有多种选择,不同选择组合有不同品性,过去我国存在重立法、执法环节,轻司法环节,多事前、事中规制,缺事后规制,重实体规范,轻程序规范问题。<sup>[11]</sup>从法律供求角度而言,过去公司治理监管注重于行政和刑事法律制定和实施,主要由监管部门推动,而当前依法治国、简政放权背景下社会及中小投资者对公司治理的参与积极性更高,市场主体归位尽责的意识更加强烈,对公司治理违规相关民事救济的法律需求提出了更高要求,市场主体参与者的民事权利保护、降低诉讼成本法律需求也更为重要。<sup>[12]</sup>

## 五、公司治理监管的介入点及作用机制

由于我国资本市场仍处于“新兴加转轨”阶段,市场成熟度不高,导致公司治理自治动力和效果不足,监管部门仍需要适度介入和引导,

[10] 证券犯罪常存在受害人众多、分布广泛、诉讼成本高昂的特点,单个受害者权益难以得到及时、有效的法律保护,集体诉讼是保护投资者较为理想的方法。

[11] 李建伟:“法律在公司治理中作用的一般理论及其政策意义”,载《证券法苑》(第一卷),法律出版社2009年版。

[12] 目前,最高人民法院《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》对投资者民事权利保护作出了要求,证监会也发布了《行政和解试点实施办法》以降低投资者维权成本。

“扶上马,送一程”。因此,有学者研究指出,上市企业的公司治理问题并不局限于传统的公司法领域,应该将其放在整个资本市场的大环境下,结合证券法进行综合考察。一方面,公司通过内部规则的制定及执行来进行治理,并进行自我约束及评价,信息披露制度作为现代企业制度的一部分,也应按照公司制定的流程执行并接受评价;并且公司治理的组织架构、运作模式、实现效果通过信息披露充分向上市公司的利益相关方展示。另一方面,良好的信息披露将使公司产生声誉溢价,并使其信息为股东和潜在投资者了解,有利于各利益相关群体对管理层履职情况做出评价,对投资决策做出判断,进而提升参与公司重大决策的积极性,促进公司治理结构不断完善,内在机制和自治效果逐步提升。

#### (一) 公司治理监管的目标及介入点

在统一的治理目标和基本准则下,上市公司治理应该更加具有包容性、开放性和多样性。公司治理监管的目标是在充分尊重公司自治的基础上,通过监管部门制定底线要求,促进包括上市公司、自律组织、中介机构、媒体、投资者等市场主体归位尽责,鼓励公司根据自身实际,量身定制符合自身发展需要的公司治理模式。通过信息披露为介入点和重要抓手,使各利益相关群体有效监督经营管理层,使其更好地履行受托责任,从而保护投资者利益不受损害,不断提升透明度和公司治理水平。



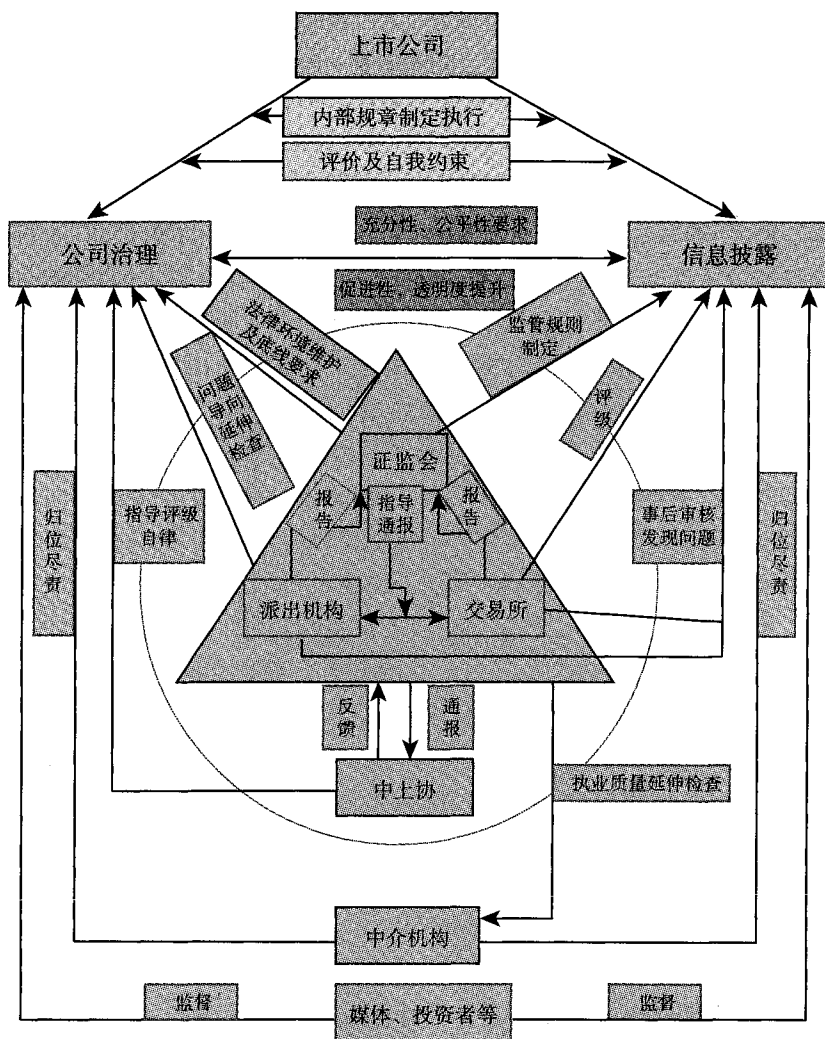


图1 公司治理与信息披露的作用机制

## (二) 作用机制

如图1所示,上市公司治理监管模式将从行政主导模式为主,逐步向企业自治、市场约束和行政监管“三位一体”、行政监管和自律管理并重的治理模式演变,最终实现以自律管理和市场自律为主的模式。

在内生机制环节,主要体现为完善内部治理结构和内部控制制度:

通过增加机构投资者改善股权结构;通过推动网络投票制和中小股东单独计票制保障中小股东权益,并将其表决结果通过信息披露对利益相关方进行展示;通过各项内部规章制度的制定完善来提升信息披露的质量。

在外部市场环节,将企业自治、市场自律、行政监管紧密结合:首先,理顺边界和机制,强化监管协作,充分发挥证监会、派出机构、证券交易所的监管合力,将行政监管定位为强化市场激励和约束机制,不直接介入公司治理自治,通过以信息披露为抓手,依法惩治信息披露不实。其中证监会负责制定各种底线规则并对证监局和交易所进行指导;证监局负责进行信息披露的现场监管,对与信息披露违规相关的公司治理问题进行延伸检查;交易所负责信息披露的非现场监管,并将发现的问题与派出机构之间互相通报,从而构建以诚信约束为中心的差异化监管体系。通过协作监管体系,让市场自身的约束激励作用得到充分发挥,进而提高公司治理透明度和保护中小投资者合法权益。

其次,加强与中国上市公司协会的通报与反馈。由中上协传递公司治理的核心理念与价值,进行宣传和评级,并将评价结果反馈给监管部门,作为分类监管的参考依据;监管部门将信息披露考核结果通报给中上协,作为其公司治理评价的内容。

最后,加强对中介机构的监管,强化其归位尽责意识,以其公平公正的执业操守维护其专业水准与社会公信力,发挥其客观与独立的专业导向作用;推动主流媒体发挥正面监督作用,不断促进公司提升信息披露和公司治理水平。

通过推行行政监管、自律规则和中介机构服务相互结合,兼顾底线规则、自律约束、示范引导和社会监督,逐步形成多个层次组成的、功能互补、有机互动、归位尽责的中国上市公司治理规范和促进体系。

上市公司治理监管体系可概括为“以信息披露为中心,以问题为导向,以点带面,以短促长,由单一的监管推动到市场各方主体归位尽责,形成全方位、多层次治理体系”。通过信息披露为重点和抓手,带动公司治理水平的全面提升,通过短期的底线强制和行政监管,推动中期的共治,最终实现长期的自治。

## 六、成本效益分析及政策建议

成本效益分析是发达国家制定政府法规的标准之一,里根总统在1981年任命波斯纳为美国联邦上诉法院法官时,通过12291号总统令,要求所有新制定的政府法规都要符合成本效益分析的标准。<sup>[13]</sup> 对公司治理监管模式进行成本和收益的分析即是从执法角度出发,将权利、义务和责任等资源配置成本与该配置可以给市场带来的实际利益相比较。成本效益分析也有助于实现公司治理监管正义性和效率相统一。

### (一) 增加少量成本以获取更大监管效益的路径

1. 相较财务信息及其他商业信息,信息披露义务人强化公司治理披露所承担的额外成本较小,包括公司内部治理的信息披露、独立董事及外部投资者参与公司治理情况的信息披露等。此类信息披露可以提升投资者对公司的认知,有助于投资者判断企业价值,社会效益较高。

2. 通过对信息披露的日常监管,以异常信息进行反馈和线索倒推,从中发现公司治理问题,实现通过较小的监管成本,取得较好的效果,监管效率也能得到提高。

3. 提升中介机构对公司治理的关注度,促进其归位尽责。保荐机构、会计师和律师等中介机构与公司的接触更为密切,通过强化中介机构对上市公司治理的督导和核查,可以有效地提高监管的覆盖面,而企业因此付出的成本亦不会太高。

### (二) 通过降低成本以获取更大监管效益的路径

1. 通过金融监管机构之间、金融监管机构与其他政府部门(如税务、工商、海关、公安、地方政府等)之间的信息交换等手段构建统一监管平台,发挥协调效应,降低金融监管执法方的信息不对称,减少金融监管执法的重叠和交叉、避免缺位,降低监管成本,提升监管效率。这一点在市场向混业经营过渡中尤其重要。

---

[13] 波斯纳认为效率是法律正义的第二层含义。

2. 通过网络等技术手段提升中小投资者对公司治理事项行使股东权利的便捷性。

3. 适当超前立法。我国当前公司治理相关法规与规定存在泛化现象,立法的层次低、边际成本高,规模效应难以形成,客观上影响了公司治理相关立法效率,造成了一定的立法时滞效应,供给结构失衡也加大了成本。

鉴于上述分析,我们提出如下政策建议。

### **(一) 加强上市公司内部治理机制相关的信息披露建设**

一是健全上市公司及控股股东信息披露义务人应承担的法律责任。公司治理中逐步建立董事会信息披露责任制和董事长领导责任制;健全内部信息披露制度和流程,强化董事会秘书等相关人员职责,强化对股东会、董事会及公司重大决策事项的程序合规性监管和公告义务。

二是充分发挥独立董事的作用。从公司章程层面为独立董事的知情权提供保障,并建立相关考评问责机制;同时完善独立董事的信息披露制度,尤其加强独立董事在履职、投票、薪酬等方面的信息披露。

### **(二) 改善投资者结构并提升投资者参与度**

一是大力发展机构投资者,鼓励其积极参与公司治理并探索建立机构投资者自身的信息披露制度。借鉴美、英两国规定机构投资者要将参与公司治理的过程记录在案,并定期向市场公布的方式,要求公司将机构投资者参与公司治理情况定期披露,包括是否参加股东大会、是否提出议案、是否对议案提出意见及理由等,增强市场透明度。

二是保障投资者参与权和知情权,便利中小投资者行权。推广中小股东信息披露单独计票制,对上市公司股东大会审议影响中小投资者利益的重大事项时,对中小投资者表决应当单独计票,单独计票结果应当及时公开披露;引导上市公司股东大会全面采用网络投票方式;积极推行累积投票制选举董事、监事。

### **(三) 提升监管效能进一步完善协作机制**

及时共享监管信息,充分发挥监管合力,力求系统内监管信息透明化,增强派出机构监管有效性。从以下三个方面来努力:

一是及时通报各类监管信息。如交易所每年对各上市公司的信息

披露考核结果评分明细依据应通报派出机构,由派出机构分析其背后的公司治理问题,从而有针对性的“一司一策”,督促检查公司整改情况。

二是建立异常交易信息的反馈和线索倒推机制。日常监管中,在涉及公司重大事项时,三会召开不及时、信息披露不完整等线索远不如伴生的内幕交易、市场操纵等易被发现,建议交易所将相关信息及时通报证监会及派出机构,由派出机构日常监管部门根据线索分析,倒推出涉嫌信息披露违规及三会运作问题进行现场检查。

三是建立统一的信息披露监管平台。便利中小投资者获取信息,合理评价公司治理体系。通过统一平台及时曝光异常披露和失信行为,囊括交易所的通报批评、公开谴责、证监会及证监局的行政监管措施及行政处罚、协会的自律措施。

#### **(四) 发挥市场作用促进中介机构归位尽责**

一是发挥中介机构的社会公信力,健全中介机构的核查制度。强化保荐机构对上市公司治理和信息披露的持续督导,强化会计师事务所对上市公司内部控制和财务核算的核查,推进律师事务所对三会运作合规性的判断和指导。

二是加大对中介机构执业质量的延伸检查力度。在对引发上市公司信息披露问题的公司治理行为进行现场检查时,延伸检查相关中介机构的工作底稿,对未勤勉尽责的中介机构及时采取监管措施。

三是扶优限劣提升中介机构的工作动力。对专业水准较高、公信度较高的中介机构给予一定的政策支持,调动其参与公司治理的积极性;同时限制劣质保荐机构的从业范围,加大对中介机构涉及信息披露违法违规行为的惩戒力度。