

## 促进资本市场健康发展

## 我国亟需建立上市公司自律规范组织

□中国国际金融有限公司

上市公司是股票市场的基石，其治理水平与证券市场的现状和前景均有着密切联系。自上个世纪90年代起，我国从法律法规建设入手，自上而下地推进上市公司治理。相关监管部门尤其是中国证监会为上市公司治理的推进做出了重要的贡献。自1990年沪深交易所建立、1993年《公司法》出台以来，许多先进的公司治理模式被引进国内并成功推行。2005年启动的股权分置改革解决了长期困扰资本市场同股不同权的问题。但是由于国内资本市场股权结构不合理的弊病未得到根治、法治文化不彰，上市公司违规现象仍时有发生，因此，我国亟需一个覆盖全国范围的上市公司协会，其成立将有助于提升上市公司自主管理与自律，促进中国证券市场科学、健康、协调发展。

## 一、近年来我国上市公司在各方面取得了长足的进步

我国上市公司经过20多年的发展，无论从规模上还是质量上均取得了长足的进步。上市公司数量从最初挂牌交易的“老八股”发展到2011年底的2,342家。一大批有影响力的国有及民营企业通过上市募集资金到发展所需资金，规范了公司治理，在与同类企业的竞争中脱颖而出，成为我国经济发展的中流砥柱。

## (一) 上市公司在完善公司治理、规范运作方面成效显著

公司治理是一项长期任务。正如郭树清主席在2011年12月上海公司治理论坛上的讲话中所提到的，在经济体制改革和资本市场发展的双重推动下，我们在改善公司治理结构方面取得了显著成效，积累了宝贵经验。

## 1、“三会一层”现代企业制度有效运行

上市公司率先探索建立了现代企业制度，搭建了以股东大会、董事会、监事会和管理层各司其职的治理框架。监事会的设立，强化了上市公司内部监察职能。我国在2001年前后引入独立董事制度，加强了对中小股东权益的保护。根据监管规定，上市公司董事会成员中应当至少包括三分之一独立董事；审计委员会、提名委员会、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立董事是会计专业人士。此外，上市公司经理层的市场化选择机制也逐步优化。

## 2、上市公司的信息披露制度不断完善

为了切实贯彻“真实、准确、完整、及时、公平”的信息披露原则，上市公司的各项信息披露制度和标准从无到有，从局部到完整，现已形成了以相关法律为主体、相应回避政策、部门规章等规范性文件为补充的全方位、多层次的信息披露监管框架。1993年确定了指定媒体的信息披露制度，2001年推出了上市公司季度报告披露制度，2009年又推出了创业板的定期报告披露标准，逐步形成了差异化的信息披露制度安排，并实现了披露规范与国际标准的接轨。

上市公司信息披露质量总体上呈现逐年提高的趋势，在信息准确性、信息的广度和深度、投资者和中介机构对信息的运用方面取得了明显的进步。目前，深圳证券交易所对深圳证券市场上市公司信息披露质量的评级是比较权威的信息披露质量评价。深交所从2001年开始跟踪上市公司全年的信息披露行为，评价结果分为优秀、良好、及格和不及格四个等级。从评级结果来看，评级为优秀和良好的上市公司比例逐年增加。

## 3、对中小投资者合法权益的有效加强

上市公司董事、监事和全体高管人员要牢固树立对全体股东负责的观念，而不是只对大股东负责。中小股东的基本权益包括知情权、参与决策权和收益权。知情权方面，除了提高定期报告等信息披露工作的质量之外，上市公司还加强了投资者关系管理。

## 4、通过并购重组、整体上市等方式有效解决同业竞争、减少关联交易

近年来，上市公司积极通过并购重组、整体上市等方式增强主业的独立性、完整性和透明度，从根本上解决同业竞争，减少关联交易。尤其是在国资委及地方政府的大力支持下，央企整体上市的步伐不断加快。

## 5、上市公司募集资金使用进一步规范

随着募集资金管理的相关监管要求不断完善，上市公司对募集资金的使用与管理进一步得到规范。上市公司建立了募集资金专项存储制度，募集资金按照招股说明书或募集说明书所列用途使用，未经股东大会批准不得改变。此外，保荐人对上市公司募集资金的使用负有监督职责，每个会计年度结束后，保荐人对上市公司年度募集资金存

放与使用情况出具专项核查报告。通过这一系列制度安排，上市公司募集资金使用的规范度和透明度有了大大提高。

## (二) 上市公司的股东回报意识逐步提升

## 1、监管层不遗余力推进企业分红改革

上市公司的现金分红是投资者实现回报的重要形式，对于培育资本市场价值投资理念，增强资本市场的吸引力和活力，具有十分重要的作用。中国证券市场建立的初期，监管部门对上市公司现金分红没有硬性规定，我国上市公司普遍存在“重融资，轻分红”的现象。缺乏稳定性和连续性的股利政策使投资者只能通过博取股票价差收益作为主要的回报手段，导致股市投机氛围较浓，缺乏长期价值投资的理念。经过监管部门和市场各方长期不懈的努力和推动，近年来上市公司的现金分红情况已有显著改善。

长期以来，证监会将完善上市公司分红制度纳入市场基础性制度建设的重要范畴，积极支持、推动、引导上市公司现金分红。2001年3月，证监会发布的《上市公司新股发行管理办法》中规定，上市公司申请再融资，如其最近三年未有分红派息，且董事会对于不分配的理由未作出合理解释的，担任主承销商的证券公司应当对此重点关注并在尽职调查报告中予以说明。2004年12月，证监会发布的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》中规定，上市公司董事会未做出现金利润分配预案的，应当在定期报告中披露原因，独立董事应当对此发表独立意见；上市公司最近三年未进行现金利润分配的，不得向社会公众增发新股、发行可转换公司债券或向原有股东配售股份。2006年5月，证监会发布的《上市公司证券发行管理办法》明确规定，拟公开发行证券的上市公司最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之二十。2008年10月，证监会发布《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》，提高了拟公开发行证券的上市公司的现金分红要求，即最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十；同时，明确了上市公司可以进行中期现金分红。2011年11月，证监会表示将进一步加强对上市公司利润分配执行情况的监管，要求申请首发上市的公司在招股说明书中细化公司未来分红回报规划，并在招股说明书扉页作“重大事项提示”。

## 2、企业分红状况得到显著改善

经过监管部门和市场各方长期不懈的努力和推动，上市公司现金分红情况逐步改善，具体体现在现金分红的上市公司家数逐年增加，比例稳中有升；同时，上市公司现金分红的规模逐年增加。统计数据显示，从2005至2010年，A股实现现金分红的上市公司家数分别为621家、698家、779家、856家、1006家和1321家，占同期上市公司总家数的比例分别为45%、48%、50%、52%、55%和61%；现金分红金额分别为729亿元、1,163亿元、2,757亿元、3,423亿元、3,890亿元和5,006亿元，呈现逐年上升趋势。

上市公司分红意识的提高一方面使股东获得了合理的投资回报，另一方面有助于改善股市的投机特征，建立价值投资文化，吸引长期资金入市。

## (三) 上市公司普遍树立了强烈的社会责任意识

## 1、监管层鼓励企业把经济效益和社会责任相结合

社会责任是指企业在经营发展过程中应当履行的社会职责和义务，主要包括安全生产、产品质量（含服务）、环境保护、资源节约、促进就业、员工权益保护等。企业追求利润最大化是天经地义的，但是由于外部性与信息不对称问题的存在，企业的行为有时会超出自身应有的边界，对社会、员工等利益相关者产生不利的影响，同时也使企业的声誉受到严重影响。对此，上市公司作为聚光灯下的公众公司，更应当牢固树立可持续发展理念，坚持把追求企业的经济效益与社会效益有机地结合起来。

近年来，相关监管部门相继出台了有关企业社会责任的规范和信息披露的要求。2006年1月1日起施行的新《公司法》对公司社会责任作了明确规定：“公司从事经营活动，必须遵守法律、行政法规，遵守社会公德、职业道德，诚实守信，接受政府和社会公众的监督，承担社会责任。”这是首次将公司的社会责任写入了国家法律中，把对社会责任的重视程度提升到了一个新的高度。此后，深交所和上交所也相继发布了《深圳证券交易所上市公司社会责任指引》和《上海证券交易所上市公司环境信息披露指引》，要求上市公司根据所处行业及自身经营特点，形成符合本公司实际的社会责任战略规划及工作机制，并鼓励上市公司定期发布社会责任报告。

## 2、上市公司更加重视企业社会责任

对于公司社会责任的约束，除了来自法律法规的硬性要求外，各类社会团体、行业协会和社会公众也充分发挥了监督作用。在自律规范方面，上市公司之间的引导与示范作用，尤其是竞争对手的示范效应对上市公司履行社会责任有着明显的促进作用。

如今，我国上市公司已经普遍树立了强烈的社会责任意识，许多上市公司定期发布社会责任报告。持续履行社会责任有助于提升上市公司的信誉，良好的公司信誉能够吸引更多潜在投资者，拓展公司的融资渠道，使公司的运作更加顺畅，从而形成良性循环。

## 二、问题犹存 公司治理任重道远

我国上市公司治理取得的成绩无疑是举世瞩目的，但不容忽视的是，由于我国资本市场仍处于发展阶段，同时面对国际复杂的竞争环境和公司治理理念的迅速发展，我国上市公司若想在国际竞争中更进一步，仍需努力。诚然，在监管者的大力推动下，我国已经引进了国际上比较先进的公司治理模式和相关法律制度。但是受发展阶段的限制，我国上市公司在现代化公司治理上依然任重道远。

## (一) 股权过分集中，中小股东权益保护仍需加强

当前股权过分集中的现象依然困扰我国多数上市公司。据社科院《2011年中国上市公司治理评价报告》统计，2009年至2011年间，大型上市公司的股权高度集中在前五大股东手中，其持股比例分布在40%至80%之间。就投资者构成而言，上交所年鉴显示，当前上交所上市公司的专业机构投资者持股市值仅占总市值的15.88%，其中投资基金持股市值仅占总市值的7.19%，而中小股东依然以散户为主，缺乏成熟的机构投资者，这与发达资本市场相比还有很大差距。从长远来看，这无疑是资本市场健康发展的一大障碍。借鉴发达资本市场的经验，健康的公司治理要以适当分散的股权比例和成熟的机构投资者为依托。数据显示，近十年的美国上市公司中，九成以上的公司大股东持股比例在30%以下，其股东群体中机构投资者占据45%以上的主体地位。

股权过度集中、机构投资者缺失，为公司治理的健康有序发展埋下了种种隐患。首先，因为制衡机制失效，上市公司容易为内部人所控制，内部控制人利用其优势地位追求自利目标而不是公司价值目标来实现自身利益最大化，从上市公司转移资金或资产，损害中小股东的利益。其次，管理层的选聘难以市场化。国有企业的管理层为组织任命，往往参考政府官员标准，无法确保真正有经营才能的人受聘。民营企业常出现经营管理者由大股东兼任的局面。从长远发展角度来看，不利于形成管理层勤勉尽职、诚信守法的意识，也不利于整个企业形成高效有序的治理文化。再次，股权过度集中也阻碍了企业并购市场的发展，企业治理因此缺乏足够的外部推动力。

因此，我国上市公司应当逐步向股权适度分散的方向发展、大力扶持机构投资者成长，从而增强投资者与上市公司大股东及其管理层的博弈能力，制约上市公司实际控制人的力量。这些举措将在一定程度上限制大股东对其他股东的剥削行为，增强对企业控制权的有效竞争，降低控股股东实施“掏空”行为的可能性。

投资者成长，从而增强投资者与上市公司大股东及其管理层的博弈能力，制约上市公司实际控制人的力量。这些举措将在一定程度上限制大股东对其他股东的剥削行为，增强对企业控制权的有效竞争，降低控股股东实施“掏空”行为的可能性。

## (二) 少量上市公司造假不容忽视

历史上，我国部分上市公司存在欺诈投资者的情况，少量上市公司为粉饰业绩，采取虚增业务、伪造客户名单、违法违规信息披露等违法行为，给投资者造成重大损失，也因此受到中国证监会的严厉处罚。许多在中小板和创业板上市的公司上市后不久就出现业绩变脸的怪相。在海外市场，部分中国概念股造假丑闻震惊资本市场，遭到对冲基金集体围猎。究其原因，部分上市公司法治意识淡薄，诚信文化尚未建立，监管上市公司的外部力量仍然不够强大。作为证券市场监管机构的中国证监会，其人力物力资源相对有限，如果能够引入独立的自律规范机构，加强对上市公司的督导和监管，无疑将有效遏制部分上市公司的造假势头。从美国证券市场的经验来看，2002年安然公司会计造假丑闻推动《萨班斯-奥克斯利法案》的出台，该法律很重要的一项即是成立一个独立的公共会计监督委员会，加强对上市公司的外部监管力量。相信未来即将成立的全国性上市公司自律组织能在这方面发挥更加积极的作用。

## (三) 上市公司市场准入和退出机制缺乏市场化运作

当前我国企业的股票上市发行定价和退出机制还需要进一步引入市场化运作模式，否则市场资源配置难以优化，容易造成优质企业融资难，劣质企业却能“圈钱”的尴尬局面。从我国当前的法律规定来看，企业新股发行制度依然是行政主导，行政审批手续复杂，公司上市成本高，好的公司不能低成本、高效率上市。投资者也对证券监管机构的实质审查产生依赖，从而产生“道德风险”。上市公司估值不合理，极易出现“新股热”和国内二级市场高溢价等现象。而审核标准的单一和市场的多样化存在矛盾，高成长、高技术和高风险的发行人，其筹资机会受到较大限制。另外，退市制度尚不健全，使上市公司的“壳资源”愈发抢手。其中不乏上市公司高管人员与二级市场庄家合谋，利用这类公司主营业务不清，公司治理混乱制造资产重组等虚假陈述来操纵市场的现象，令中小投资者深受其害。

## (四) 投资者回馈工作仍需加强

由此可知，如果没有健全的企业上市准入和退出制度，公司治理就没有一个健康的外部环境。要实现企业治理优化也是纸上谈兵。中国证监会已在2012年初推行“新股发行制度改革”，思路是以市场化监管取代行政监管，目标是合理定价、降低新股热和二级市场高溢价。这一监管改革路径无疑是正确的，将对资本市场的发展和上市公司治理产生积极影响。

## (五) 全国性的上市公司协会的成立具有重要意义

参照海外市场经验和我国的实际情况，不难看出全国性上市公司协会的成立有着不容忽视的重要意义。目前我国的上市公司缺乏一个自律和互动的平台。协会的成立可以帮助上市公司加强经验的沟通与交流，以更加团结一致的声音和监管层沟通，更好维护自身权益的同时，也大大缓解了政府监管层的监管压力。具体来说，成立全国性的上市公司协会将有助于实现四大职能：

## 1、推动行业自律，协助政府部门的监管

上市公司协会可以适时把握政策动态，推动上市公司完善内部管理机制，实现规范运营。前证监会主席尚福林曾在讲话中提出要“进一步推进行业自律组织建设，充分发挥市场主体自我约束、自我管理、相互监督的作用，逐步建立包括监管机构、自律组织、中介组织以及社会监督等在内的多层次监管体系，形成行政监管、法制监管、自律规范和社会监管互为补充的多层次、全方位的监管体系”。上市公司协会的成立有助于进一步完善这一监管体系，弥补我国上市公司目前尚无全国性自律组织的缺憾。

## 三、行业自律 全国性上市公司自律组织呼之欲出

随着经济的增长，上市公司数量激增。当前我国沪深主板和创业板共有近2400家上市公司，要保证这些上市公司的治理和运营符合法律规定，保证市场的运营不存在过大风险，政府监管层的压力无疑是与日俱增。因此迫切需要一个全国性上市公司协会来承担部分协调、监管和互动的角色。从海外上市公司自律规范的成功经验来看，一个完善的上市公司协会，不但可以加强上市公司自律，还可以作为上市公司间交流协调的机构，更可以代表上市公司与政府监管机构进行沟通与对话。

## (一) 上市公司协会在海外的成功经验

## 1、香港上市公司商会

香港上市公司商会以保护上市公司利益、推动上市公司自律管理为宗旨。该商会于2002年9月注册成立。自其成立之后，上市公司多了一个了解最新法规的平台，也多了一条与政府监管机构对话沟通的渠道。当与上市公司相关的法规草案公布后、正式听证前，香港上市公司商会通常会请律师等专业人士向上市公司深入讲解，倾听上市公司的意见及顾虑，以便及时反映给政府部门。在对上市公司不利的法规可能出台时，香港上市公司商会也会挺身而出。香港上市公司商会还会主动向监管机构构请求一些法规来保护上市公司利益。

## 2、新西兰上市公司协会

新西兰上市公司协会的主要目标是创造有利于上市公司股东长期利益的监管环境，使上市公司利益最大化，间接提升投资者的信心。新西兰上市公司协会成立于1981年，也是一个独立的非营利性组织。目前其会员市值占新西兰上市公司总市值的70%。

## 3、加拿大上市公司协会

加拿大上市公司协会是代表上市公司向监管者和交易所表达意见、想法和关切的自律性组织。该组织成立于1994年。加拿大上市公司协会在影响加拿大所有上市公司的重大问题上提供信息，并为上市公司提供可就监管、披露及合规等各类问题进行交流的平台。

## (二) 全国性的上市公司协会的成立具有重要意义

参照海外市场经验和我国的实际情况，不难看出全国性上市公司协会的成立有着不容忽视的重要意义。目前我国的上市公司缺乏一个自律和互动的平台。协会的成立可以帮助上市公司加强经验的沟通与交流，以更加团结一致的声音和监管层沟通，更好维护自身权益的同时，也大大缓解了政府监管层的监管压力。具体来说，成立全国性的上市公司协会将有助于实现四大职能：

## 1、推动行业自律，协助政府部门的监管

上市公司协会可以适时把握政策动态，推动上市公司完善内部管理机制，实现规范运营。前证监会主席尚福林曾在讲话中提出要“进一步推进行业自律组织建设，充分发挥市场主体自我约束、自我管理、相互监督的作用，逐步建立包括监管机构、自律组织、中介组织以及社会监督等在内的多层次监管体系，形成行政监管、法制监管、自律规范和社会监管互为补充的多层次、全方位的监管体系”。上市公司协会的成立有助于进一步完善这一监管体系，弥补我国上市公司目前尚无全国性自律组织的缺憾。

## 2、向政府有关部门反映上市公司的呼声

目前上市公司与监管部门相比，处于相对弱势的地位。上市公司协会作为上市公司的集体组织，有一定的公信力和市场影响力，可以加强上市公司与监管部门的对话能力。协会作为政府部门和上市公司的沟通桥梁，可以将上市公司的诉求及时、准确地反映给监管部门，推动能够促进上市公司更快更好地发展。

展的相关法律法规的出台。

3、成为上市公司的资源库和经验交流平台

协会可以通过提供咨询、举办讲座和业务培训等活动，在法规解读、融资经验、公司治理等与上市公司利益紧密相关的方面向上市公司传递、授业、解惑，提高上市公司高管人员的政策水平和业务素质；可以开展考察、学术研讨和课题调研，就上市公司面临的一些普遍性和倾向性的问题进行探索和创新，推动上市公司不断提高整体素质；通过组织各交流活动为上市公司创造互通信息、交流经验的机会，打造全国性上市公司交流的平台。除此之外，协会还可以推动和扶持成长性较好、效益比较突出的公司尽快进入资本市场，为这些拟上市公司无偿提供政策、法律、业务咨询，并适时推动上市前的系列规范指导工作。

4、通过协会进一步完善独立董事制度

独立董事制度在我国上市公司的公司治理中发挥了重要作用，但也有待进一步完善。独立董事独立性与知情权之间存在一定矛盾，要强化独立董事的独立性，就不能过多介入公司决策，其知情权就可能受到影。但介入过多，其独立性就可能受到影。通过上市公司协会选派独立董事就可以在制度安排上处理好这一对矛盾。由全国性的上市公司协会来推荐、选派独立董事，并由协会向上市公司收取相关费用，向独立董事发放津贴或报酬，可以从根本上保证独立董事的独立性。

(三) 地方上市公司协会的自律管理功能已经发挥成效，全国性上市公司自律组织的成立呼之欲出

1、地方上市公司协会初见规模

目前，全国已有十多个省份都已有了地方性的上市公司协会。包括，北京上市公司协会、上海上市公司协会、浙江上市公司协会、山东上市公司协会、安徽上市公司协会、四川上市公司协会、广东上市公司协会、广西上市公司协会、陕西上市公司协会、重庆上市公司协会和河南上市公司协会。

这些上市公司协会是由其所在地区的上市公司、拟上市公司及相关个人自愿参加结成的自律性、地方性、非营利性社会团体法人。协会主管单位是在地证监局，监管层对协会进行业务指导和监督管理，同时各地协会还接受民政部的监督管理。这些地方上市公司协会的业务范围一般包括：第一、政策宣导、协助证监会、所在地证监局指导和组织上市公司会员执行国家有关证券法律、法规和政策；第二、促进行业自律，制定会员应遵守的规则，监督检查会员行为；第三、设置违规处罚机制，对违反协会规则和章程的，依照有关规定给予相应处分；第四、自律与他律相结合，加强与证监会、所在地证监局、证券交易所及政府有关部门的联系，及时反映会员的意见和建议，依法维护会员的合法权益；第五、提升行业内人员专业水准，组织会员高级管理人员的培训、考试和评比，提高高级管理人员的职业道德、业务技能和管理水平，促进高级管理人员的诚信、勤勉、尽责；第六、增进与实业界、学术界的沟通、搜集、整理国内外证券市场及其监管的信息、资料，编辑出版刊物，建立协会网站，扩大宣传、交流和服务的窗口；第七、组织会员就上市、拟上市、公司治理、信息披露、监管等在内多层次监管体系，形成行政监管、法制监管、自律规范和社会监管互为补充的多层次、全方位的监管体系。

上市公司协会的成立有助于实现四大职能：

2、全国性上市公司协会呼之欲出

毫无疑问，一个全国性的上市公司群体自律组织的设立将对提升上市公司群体自我管理、完善上市公司群体自律功能产生正面影响。一方面有利于促进全国层面的自律管理准则的形成。另一方面，全国性组织也会对各地区上市公司群体自我管理、自律先进经验的形成与交流创造一个合适的平台，有助于确保上市公司整体的自我管理水平的提升，更会带动全国上市公司群体自我管理、自律机制的平衡发展。我们希望全国性上市公司自律组织的成立能够为我国证券市场的健康、有序的发展带来新的福音。