

上市公司治理质量不断提升

——上市公司投资者保护状况评价十年回顾之一

有效的公司治理是支撑上市公司健康发展的重要保障，在提高上市公司质量工作中处于中心环节。国内外实证研究表明，良好的公司治理机制能够使公司内部各利益相关主体之间形成相互制衡的稳定关系，从而使公司决策更加公平地对待各利益主体，有助于公司提升运营业绩、成长能力、股本扩张能力，有助于增强财务弹性和财务安全，特别是有利于提升中小投资者保护水平，进一步促进上市公司规范健康发展。

近十年来，随着我国资本市场改革和发展的深入，我国上市公司治理立足于现行法律、法规和制度安排，围绕公司治理结构和机制建设，对接国际原则与标准，通过行政监管、行业自律和公司自身努力不断提升治理水平，取得了显著成绩。回顾分析近十年的评价数据我们发现，上市公司治理文件完备程度逐步提高，股东参与决策权保障情况较好，中小股东权利行使保障逐步改善，网络投票、分类表决逐渐得到普及，董事会的权限更加明晰，上市公司高管与中小股东利益一致性提升，高管薪酬合理性得到提升。与此同时，我国上市公司治理也还存在一些有待改进和完善的方面，例如累积投票制度普及程度较低，独立董事独立性不高，内部监督制衡机制有待加强等。

一、上市公司治理取得的成绩和进步

（一）上市公司治理文件完备程度明显提升

完善的公司治理制度能够通过内部约束规范决策程序、约束公司内部各主体的行为。数据显示，近十年我国上市公司各项治理制度的完备程度明显提升，特别是2013年以来平均每家上市公司制定的治理文件数量都达到20个，2014年平均达到了21个，为历史最高，较2007年（10个）增长一倍。除了《公司章程》、《信息披露制度》、《股东大会议事规则》等基础的治理文件外，近年来上市公司还制定了《内幕信息知情人登记制度》、《中小股东单独计票管理办法》、《累积投票制度实施细则》等内部治理制度，进一步完善了上市公司内幕信息保密工作，提升了投资者行权的便利性，为保护投资者合法权益提供了制度保障。

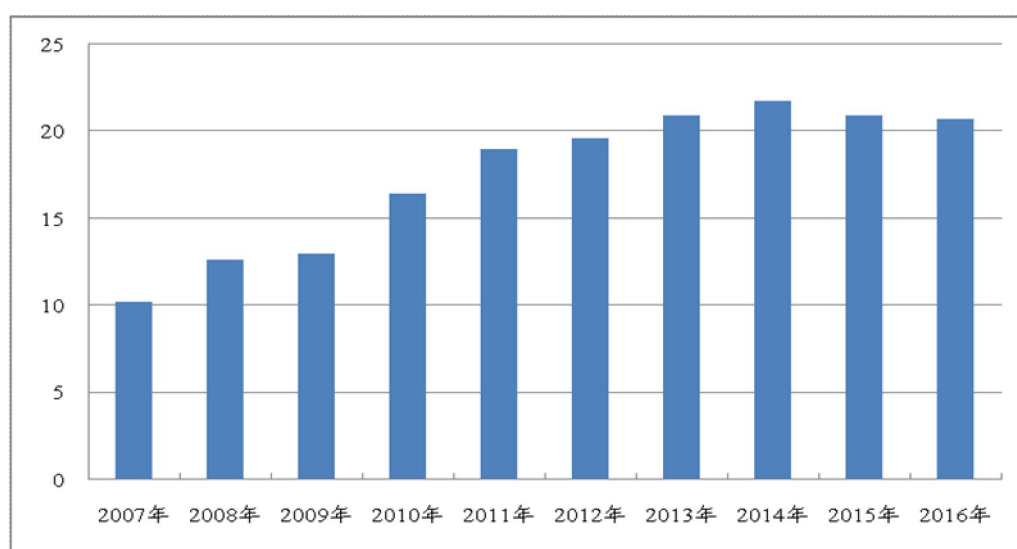


图 1：2007 年-2016 年平均每家上市公司制定的治理文件数量

（二）股东参与决策权保障情况较好

根据《公司法》有关规定，在一定条件下，持股达到规定比

例的股东具有召集临时股东大会、发起股东大会提案、提起股东代表诉讼等权利。我们对股东参与决策权的保障情况主要考察上市公司的公司章程中，对股东享有上述三项权利的相关规定是否明确，同时考察上市公司是否明确无条件执行关联交易关联股东回避表决制度。评价数据显示，近十年对上述四项内容全部明确的公司数量以及在全部上市公司中所占的比例均呈稳定上升趋势，特别是2013年以来，对上述四项内容全部明确的公司占比始终保持在八成以上。2016年，全部明确的公司有2530家，占全部上市公司的83.58%，达十年最高。召集临时股东大会、发起股东大会提案以及上市公司无条件执行关联交易关联股东回避表决制度的落实情况有明显改善。

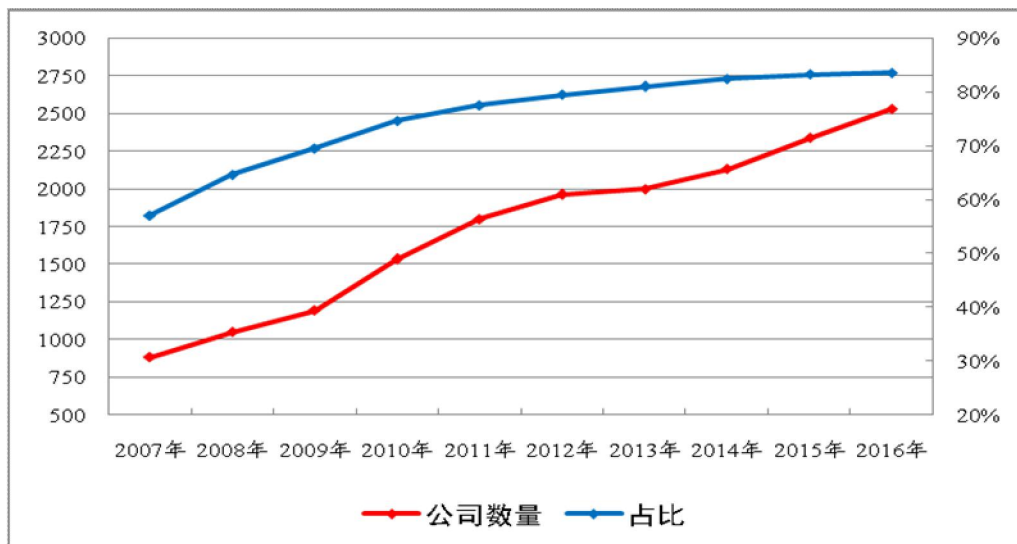


图 2：2007 年-2016 年四项内容全部明确的上市公司数量、占比走势图

（三）网络投票及中小投资者单独计票落实情况显著改善

网络投票为广大中小投资者参加股东大会行使决策权提供了便利，是保护中小投资者合法权益的重要途径之一。2007 年

至 2011 年，开通网络投票的上市公司占比较低，始终处于 30% 左右。自 2012 年起，随着相关规定的进一步明确，开通网络投票的上市公司占比明显上升，特别是 2013 年以来有超过半数的上市公司开通了网络投票，2014 年这一比例大幅上升至 85.53%，2015 年和 2016 年均在 99% 以上，网络投票制度已在我国上市公司中逐步得到普及，使中小投资者能够更便利地行使决策参与权。

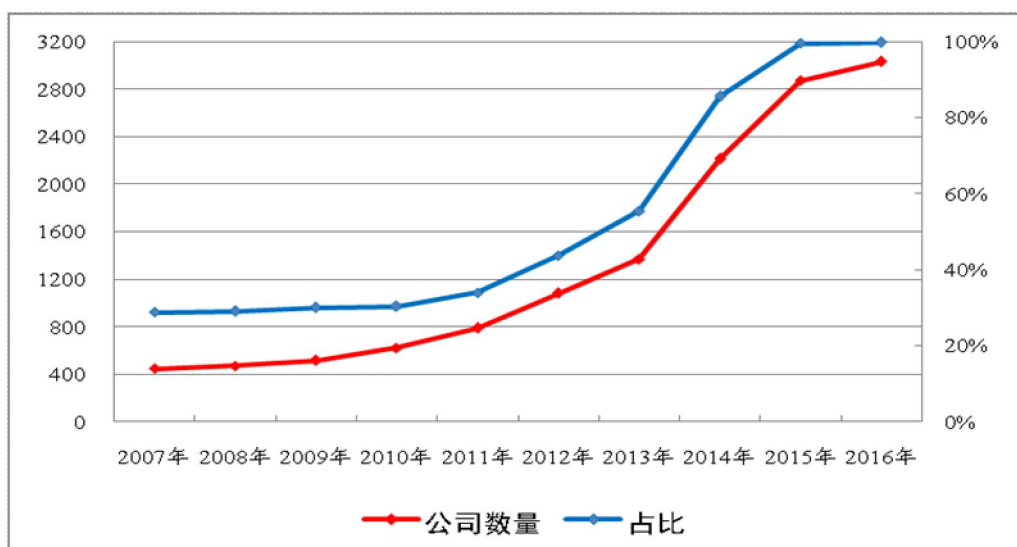


图 3：2007 年-2016 年股东大会开通网络投票公司数量、占比走势图

在影响中小股东利益的重大事项决策时，上市公司为中小股东提供单独表决渠道并及时披露单独表决结果，体现了对中小股东权益的保护。我们用上市公司对中小股东单独计票的股东大会次数占股东大会总次数的比例来考察中小股东表决权的落实情况。自 2015 年统计该数据以来，2015 年、2016 年我国上市公司对中小股东单独计票的股东大会次数占股东大会总次数的比例平均达到 91.14% 和 92.33%，整体表现较好，表明中小股东单独

计票表决权在股东大会中得到了较好落实。

（四）董事会权限明晰程度稳中有升

明确上市公司董事会的权限，建立严格的审查和决策程序能够有效保障公司股东权益。董事会权限明晰程度主要指年度公司章程是否针对收购出售资产、对外投资、资产抵押、对外担保事项、委托理财、关联交易等六项业务规定了董事会的审批金额上限。从近十年情况来看，对上述六项业务中的三项及三项以上作出明确规定的上市公司 2013 年以前占比保持在七成左右；2013 年以后，占比提升速度明显加快。2016 年，对三项及三项以上业务作出明确规定的上市公司占比为 78.43%，其中，对五项业务作出明确规定的占 30.33%，对全部六项业务都作出明确规定的有 24.48%，均为历史新高。

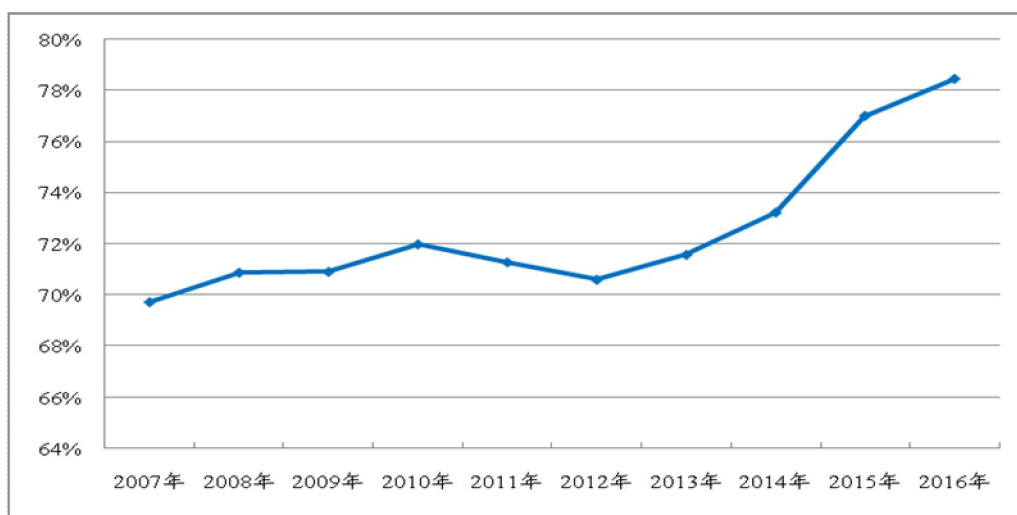


图 4：对三项及三项以上业务作出明确规定的上市公司占比走势图

（五）公司高管与股东利益一致性增强

高管持股可以使高管的利益与上市公司股东利益一致，有效

提高高管人员的工作积极性，对公司经营和业绩提升具有积极意义。我们统计近十年的高管持股比例情况发现，高管期末平均持股比例自 2010 年起出现明显上升，2011 年至 2015 年始终在 6%-7%之间波动，2016 年高管期末平均持股比例达到 7.10%，较 2015 年提升了 0.28 个百分点，创下历史新高。同时，高管持股在上市公司中逐渐普及，有高管持股的公司在全部上市公司中的占比也从 2007 年的 47.87% 上升至 2016 年的 70.60%。

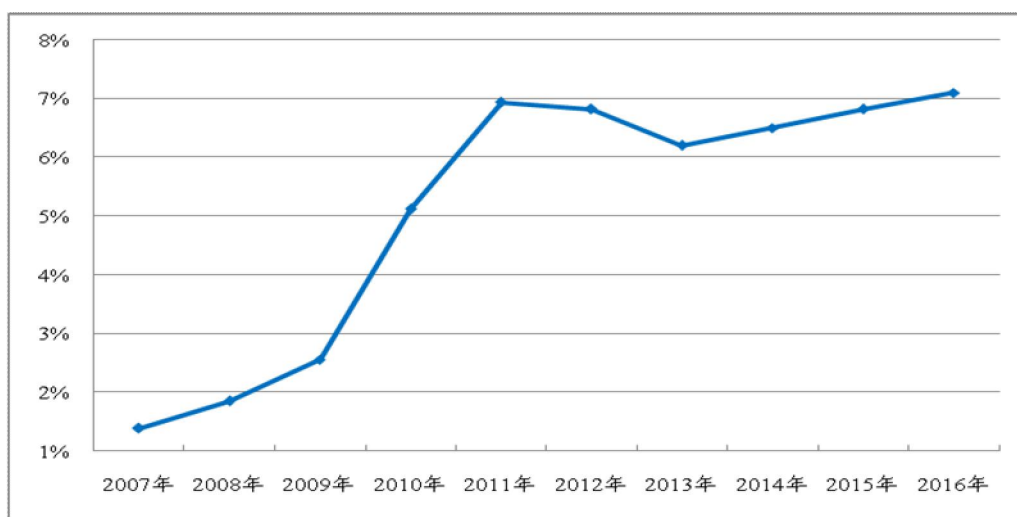


图 5：2007 年-2016 年上市公司高管期末平均持股比例走势图

（六）高管薪酬与公司业绩变化一致性得到改善

上市公司高管薪酬变化与公司经营业绩变动一致程度能够反映出高级管理人员是否与股东利益一致，从而有效激励管理层最大化股东利益。我们考察前三名高管年度薪酬与公司年度净利润变动方向是否一致。从近十年数据看，2008 年变动方向一致的公司占全部上市公司的比例最低，仅为 28.55%，这一现象自 2009 年起明显改善，2010 年升至历史最高的 70.38%，在经历三

年连续下降后，近几年开始企稳回升。2015年，前三名高管年度薪酬与公司年度净利润的变动方向一致的上市公司占62.91%，为近五年最佳。

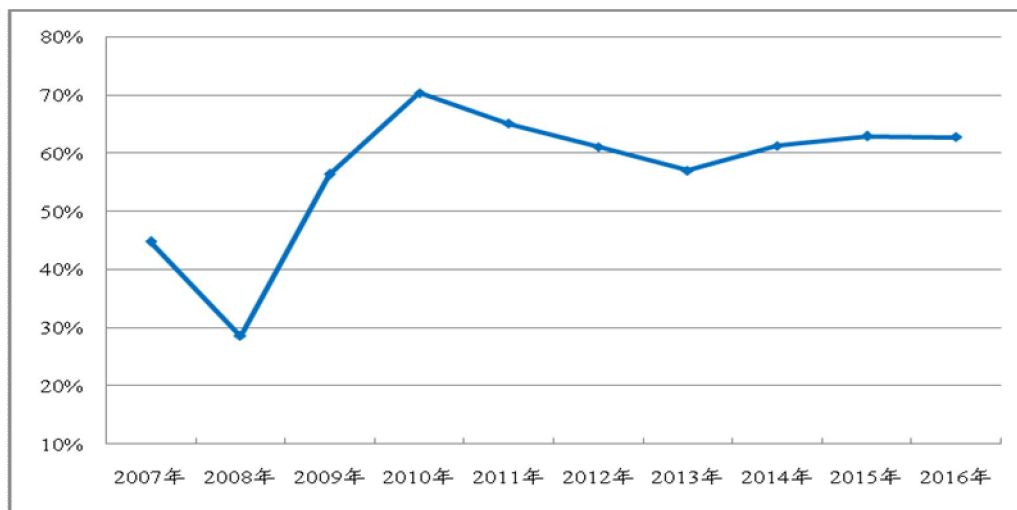


图 6：高管薪酬与公司业绩匹配的上市公司占比走势图

二、上市公司治理有待改进的方面

（一）累积投票制度逐步使用但仍有待进一步普及

采取累积投票制度可以缓冲大股东利用表决权优势对公司的绝对控制，增强小股东在公司治理中的话语权，有利于公司治理结构的完善。我们通过上市公司的公司章程中对采用累积投票制是否设置了前置条件来考察累积投票制度在上市公司层面的落实情况。近十年来看，未设置任何前置条件而采用累积投票制的上市公司数量从 2007 年的不足 400 家上升至 2016 年的 1500 余家，呈现逐年增加的趋势，但从在总体中的占比来看，仅占五成，仍有待进一步普及。

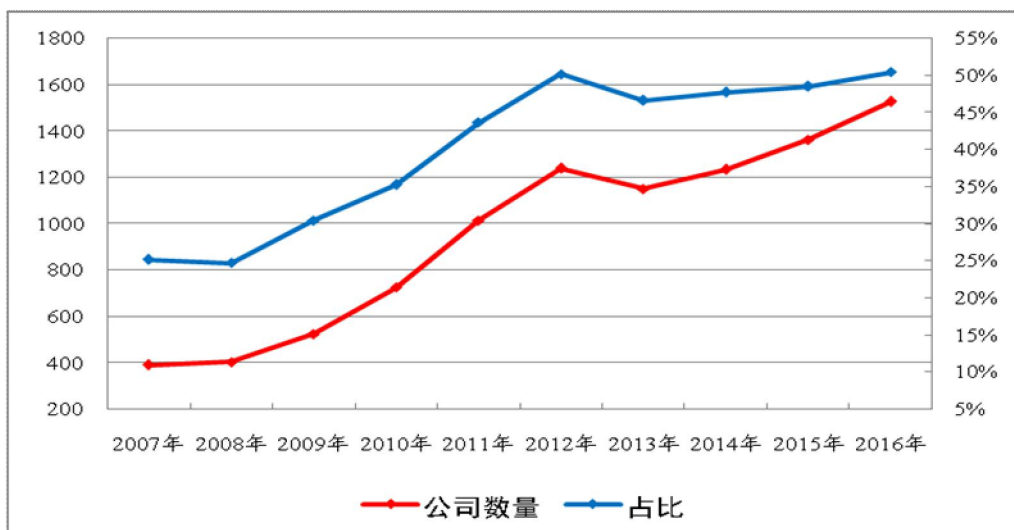


图 7: 未设置任何前置条件而采用累积投票上市公司数量、占比走势图

(二) 独立董事独立性有待提高

2001 年我国资本市场引入上市公司独立董事制度以来，进一步完善了上市公司的治理结构，促进上市公司规范运作，提升了上市公司质量。独立董事是中小投资者在董事会的代表，只有中小投资者自己提名选出的独立董事才能更具有独立性，从而更有效地保护中小投资者权益。自 2013 年有统计数据以来，由中小股东提名独立董事的上市公司数量从 2013 年的 302 家增长至 2016 年的 422 家，但在全部上市公司中的占比均低于 15%，其中 2015 年占比最高，也只有 14.32%。

表 1: 2013 年-2016 年度中小投资者独立董事提名权行使情况

年度	有中小股东提名 独立董事		无中小股东提名 独立董事		未披露	
	公司家数	占比	公司家数	占比	公司家数	占比
2016 年	422	13.94%	2450	80.94%	155	5.12%
2015 年	402	14.32%	2280	81.23%	125	4.45%
2014 年	324	12.53%	2229	86.23%	32	1.24%
2013 年	302	12.24%	2165	87.76%	0	0

（三）上市公司内部监督制衡机制有待完善

上市公司内部控制研究表明，在治理结构、机构设置以及权责分配、业务流程等方面形成相互制约、互相监督，同时兼顾运营效率可以提升对投资者的保护，上市公司董事长与总经理不兼任，是上市公司治理制衡性原则的基本要求。但从近十年情况来看，上市公司董事长和总经理兼任情况有逐渐增加的趋势，主要原因是近年来新上市的公司中民营企业增多，而董事长和总经理兼任情况在民营企业中较为普遍。以 2016 年为例，按所有制划分，37.73%的民营企业存在兼任现象；23.24%的其他企业存在兼任现象；12.54%的地方国企存在兼任现象；而在水资企业和央企中占比不足 10%。按板块划分，42.18%的创业板公司存在兼任现象；34.79%的中小板公司存在兼任现象；沪市主板和深市主板公司占比都不足 20%。

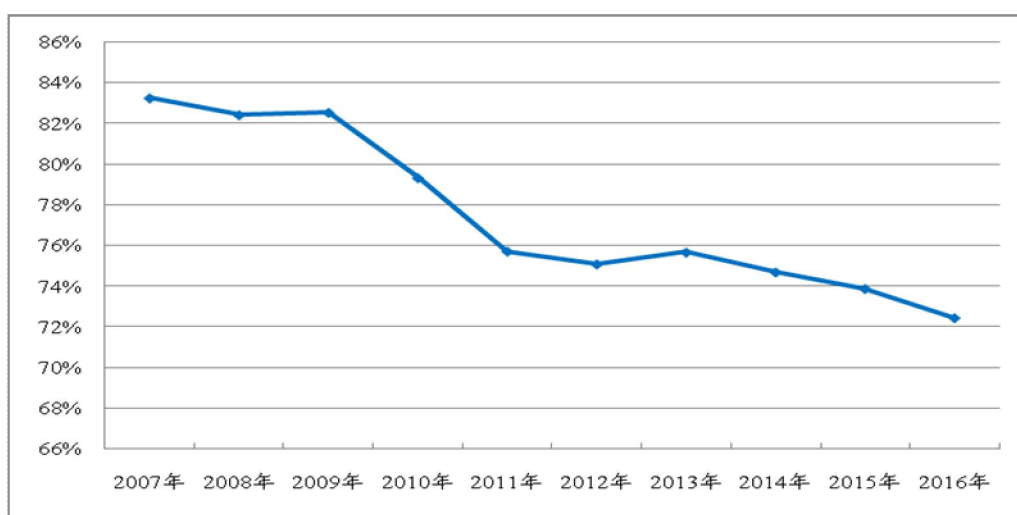


图 8：2007 年-2016 年董事长与总经理不兼任上市公司占比走势图

表 2：2016 年董事长与总经理兼任上市公司所有制和板块情况统计

所有制	公司家数	董事长与总经理兼任的公司家数	所有制占比	板块	公司家数	董事长与总经理兼任的公司家数	板块占比
民营企业	1850	698	37.73%	创业板	569	240	42.18%
其他企业	142	33	23.24%	中小板	822	286	34.79%
地方国企	670	84	12.54%	沪市主板	1172	232	19.80%
外资企业	15	1	6.67%	深市主板	464	77	16.59%
央企	350	19	5.43%				

(中国证券投资者保护基金公司调查评价部)

2017 年 9 月 27 日

免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与中国证券投资者保护基金有限责任公司无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归中国证券投资者保护基金有限责任公司所有，未获得我公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中国证券投资者保护基金有限责任公司”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。