改良管治欠制度及基建支持

企業管治

何順文

一般來說，公司管治水平可由四個層次的力量作出直接影響：一、個人道德操守及公司文化；二、內部監控機制和激勵；三、外部和市場監控機制；及四、法制及其執行。

內地企業的內部監控措施包括股權集中、股東投票權、董事會及屬下委員會、公司財務結構，以及發展公司內部管治守則等。至於外部和市場監控措施，則包括外部投資者、價格人、關係銀行、會計及披露審核、核數師、分析員、股票市場、經理人、勞工市場、公司收購市場和公司管治評分機構等單位的監察。這些措施一般在企業內的公司大綱、章程或內部指引內說明。

不同措施安排可互補不足，法規所需多少，主要視乎其他其本機制推施的成效如何。如若其道德水平低落，而企業內外監控措施不能維持市場平衡，就需要嚴謹和較多的法規來確保發揮作用的公平、市場效率和小投資者保護。

其程度上，公平市場競爭和自由市場力量已可解決一些公司管治問題。企業最清楚了解自己的需要及如何適應環境變化，因此在成熟的市場，大多企業都敢傾向採用「自願監管」而非「法則監管」。政府的角色就是建立自由市場的基建和各作公眾教育，並容許不同的措施（如購併活動）自由運作。

明顯地，公司管治改革是複雜和長時間的，並涉及很多不同利益單位。這個改革不單是修改法規及增加監控措施，也同時利用例證及誘因來改變人的態度和行為。目前內地給人的印象是過分著重法規監管，重形式多於實際。這個策略可減低市場的創新意欲，但未能根本改變企業文化和人的態度與想法。

犯規成本不高

現在有些機構利用不同名標來衡量一個國家或企業的公司管治水平。根據法國投資銀行CLSA的每年亞洲公司管治評級報告，在過去三年，在亞洲十個國家或地區中，香港均排名第二，僅隨新加坡之後。中國排名由第九升至第八，僅較菲律賓和印尼為佳。在披露和透明度的層面上，中國近年明顯已有進步。當然，筆者對目前的公司管治評分制度有所保留，因其沒有考慮會一個國家或企業的管治政策和目標。例如是採用股東觀點或是利益相關者觀點，令比較結果有所偏差。

中國公司管治水平固然相對較落後，其有關問題也較獨特。股份公司、股票市場及公司管治等西方概念在內地剛萌芽，在建立現代化企業體制的同時，國企公司化或私有化改革也帶來了新的多層代理問題。如前所述，由於上市國企大多股份仍由政府控制，因此仍成大股東（即政府或人民代表）、董事、管理人和小股東之間的複雜代理關係。缺乏良好公司管治，單靠公司化或部分私有化也不能改進公司業績和競爭力。

目前國公司管治的主要問題是缺乏良好管治的基建條件。例如私有產權保護、股權結構、法制、商品市場競爭、股票市場、公司收購合併市場、行政人員勞工市場、融資及銀行體制、會計制度、中介人，以及商業道德文化等等都不夠健全和成熟。加上管治往往受政治因素、公共政策和政府管治素質影響，有時令人難以明白一些公司治理決策改變的動機。

不論是國企或民企，股權過分集中令小上市公司存在被母公司操縱和內部管理人控制問題，透過關連交易制衡公司資產和小股東利益；也由於中國的特殊環境，令很多外國適用的管治監控措施未能在內地發揮應有的功用，其他的核心管治問題還包缺乏獨立董事的激勵機制、公司披露透明度低、缺乏有質素和具獨立性的市場中介人才（如上市保薦人、審計員、分析員、律師等）、投資者的保障不足，以及缺乏具影響力的機構投資者。

由於法制不完善，加上犯規的成本不高，近年出現的欺詐或做假賬案件也層出不窮，令人憂心。例如曾有一上市啤酒廠在一九九八年發行新股，但把所有招股資金放於股票市場進行炒作；一些國企大陸貿利用其上市子公司作為抵押的銀行借取巨款，並把借款投資在與本身行業無關的業務上。十石化在重組過程中曾試以股代債，結果被牲了小股東的利益，嚴重影響了股價及企業長久發展；一些曾高速增長的民企如鄭柏文和歐亞農業，因大股東及董事涉嫌做假賬和操縱盈利，被揚發後令股價受然暴跌。不過，由於中國法制不完善及執法不力，令投資者遭到重大損失。

很多民企在申請上市與保薦人、律師和審計師串謀把公司財務數字作大幅粉飾，也有很多國企由上市後政黨委派的官員當董事和總經理，這些內部人串謀盜取或透過內部交易將企業資產據為己有。這些個案曾令不少內地投資者對市場失去信心。

中國政府了解到良好公司管治的重要性，包括能提高企業競爭力、減低借貸成本，以及吸引更多國際資金投入，並可令資本市場更穩定和有效率。長期有利發展的經濟、政治和社會發展。要鞏固管理體制公司及CLSA集團曾作研究，發現良好公司管治與市來較佳公司業績和股價表現（在印尼和泰國等市場增幅可達百分之三十）。穩建評級機構發現投資者願意對良好管治的企業付出額外的投資溢價。筆者的近期研究亦發現，公司管治評分與一國的平均企業市盈率、IMD國際競爭力排名、商業自由度、法制素質評分、商業透明度、貪污（清廉）指數及人民政治權利指數有明顯正相關。這反映出公司管治與公共管治有一互動關係。如其他機制不或缺，公司管治發展已成為中國重要公共政策的一部分。

改進管治且迫切性

中國證監會副主席高西慶最近曾在一個研討會上指出，解決上國資本市場的眾多衝突就是改善公司治理及上市公司素質。在完成一項全國公司治理調查後，她強調：「把公司管治視為現代企業體制的核心，就是確保上市公司持續增長的動力來源。」由於中國加入世貿，除重要性外，公司管治的改進還有它的急切性。

中國的公司管治其建設環境薄弱，但這正好能讓其在沒有歷史包袱下，由零開始建立一套適合國情的公司管治模式。但單靠加重法則監管不能達致一個良好的企業管治制度，而要視企業持份者（特別是股東）的意願和行為。公司管治環境是股東和其他參與者的一套「遊戲要求」系統。

中國公司管治系列，之二

浸會大學工商管理學院院長梁敏儀

（圖：透社圖片）

內地企業管治水平不高，投資者的保障也不足。