

政府控股發剝削小股東

大股東在上市後多年仍掌握控股權和管理權，則與其他東南亞國家的家族控股現象近似。

(彭海圖片)



內地股民沒有委任上市公司管理層的權力，其權益也不獲重視。

企業股權可影響公司合約擁有者保護自己權益的能力。以公司可被執行的程度。哈佛學者拉波特等人(蘭利 L.S.V. 普里德)股權集中與的現象較多在私營性未立法充分保障的國家出現。這主要是由於這些國家或地區大多數缺乏良好的法制和其他市場基礎。由於缺少資訊不對稱，家族控股可減低家族成員與股東之間的交易成本，以及更有效率作出決策。在中國，研究顯示大股東現金股權能否提供更多誘因使股東回報更優化，則仍待進一步研究。

英國學者哥特曼斯(Godolphin)發現，大股東有一個誘因支持他們所持的高股權，即私有的和與小股東分享的特殊(Special)回報。透過控制董事會或組成龐大集團式內部市場，大股東可在大宗股買賣交易上，賺取不尋常溢價(平均約二成)。但在內地仍未有實證根據支持這個看法。

從文化角度來看，內地的公司皆治操作，某種程度反映了中國的社會文化傳統。這包括如在組織內一般接受有一位強硬領袖。傳統華人社會會區分「自己人」與「局外人」，並盡力保護「自己人」的利益；而「自己人」必須導致組織的領導人。珍惜成員間的和諧與一致性，並願意集體負責。這或許解釋為何華人社會內那麼多企業由個人或家族所控制。但這是否仍有更多的研究結果有待。

內地學者林長泉最近發現，內地上市公司股權集中度與公司調資本額、借貸比率及現金流量等特徵有顯著負相關。目前很多上市公司都是由國企改組過來，上市後大股東仍是未改組前缺乏效率的國企或政府機構。

政府作為大股東，真正的權極並不清晰，亦存在問題變遷複雜。首先，嚴格來說，政府並非嚴格擁有者，它只是「人民」的代表或代理人。但政府有權控制企業而不需負一級後果的制衡風險。一切後果最後由政府監督國企權力的一「人民」所分擔。由於沒有明確的委託人，政府機構及其首代代表有實權監督同樣。這個安排製造一些嚴重的道德風險問題。政府同時作為市場監督者和執法者，不但重責且具衝突的不同目標。

這些上市公司受母公司的操縱，經營要分擔在公司的社會福利自負，如員工子女教育和退休房屋安置等，權等利益表現。因混淆了上市公司股東大會和董事會，母公司有強勁的權利用不

同方法剝削公司及小股東利益自肥。為滿足交易所持續掛牌的要求，由大股東提名或委任的上市公司董事和高層，將在壓力下從事操控盈利和做假帳的活動。這些董事和總經理薪金一向偏低，也缺乏按業績發給的激勵性獎賞。因此，他們行事較多考慮的是個人的利益而非公司或股東的利益。加上大股東提名有數個，公司董事往往缺乏清楚的交代問責對象，導致高度的道德危機。由此可見，國企文化仍未能夠解決長期的代理人監護及弱權權問題。

雖然內地公司法有規明母(大股東)的職責，但證監會的《上市公司治理準則》(準則)已清楚要求大股東對其控制的上市公司及其他股東具有交託和誠信責任。除(準則)外，監管機構近年已加強監視大股東行為。近年頒布有關聘任高層經理人、批准關連交易和公司披露的規定，已盡善針對大股東的潛在濫用和剝削行為。

成立資產管理局控股

根據中國證監會與國家經委會於二〇〇一年對千多間上市公司進行的調查，發現在股權分散的進度已有明顯改進，較嚴重和持續的管治問題，就是控股公司在國企改組後，經常割到其上市子公司資產。這一股是透過關連交易或從子公司以借貸或上劃形式取得收入。這些行為都損害了小股東的利益，也阻礙了上市公司的健康發展。這個兩難的根源就是政府行使其擁有權的制度框架。

「擁有者缺位」一直是上市要企造成很多管治問題。根據二〇〇一年十六萬人當國會議員，有關改革國家資產管理方案，很多人期望目前這個內部控制問題可較徹底地解決。中央政府將成立一個新制度，規管控股公司的行為及股權與與上市公司的關係。控股公司將不能直接對政府擁有，而且要盡力把股份交還給新成立的國家資產管理局，前與上市公司完全分離。如果控股公司不願意交還股份，那麼國家資產管理局可透過接管上市公司董事局來執行政府理有權。

經改組後，上市公司董事會不應考慮收購其以控股公司的全部或部分資產(旨在避稅或交易)；另一方案就是，如果某股公司在交還資產後不能生存，那麼它可考慮解散或再改組。除(準則)外，筆者認為還有需用立法形式來保障大股東的交託和誠信責任。如大股東未能履行這些責任，可按法例要求作出懲罰或賠償。

長遠來看，當然還有賴完善有股權持和引入更多的機構投資者。中國上市公司管治系列之四 漫遊大學工商管理學院院長

企業管治



何順文