

國企在任何競爭行業中皆不應存在

者認為除非公司治理的核心問題能解決，否則零碎的股權或市場改革措施將不

企業管治



中國經濟改革始於上世紀八十年代初期，過去十年每年平均增長達百分之八；兩間股票交易所在一九九〇年成立，而中國證券監督管理委員會（中國證監會）在一九九二年設立。目前中國股市共有逾一千三百間上市公司，合計超過七十萬個投資戶口。

問題的根本原因是在個人道德操守、公司治理、法制及監管制度，以及市場環境因素等方面有所欠缺和落後。這些問題嚴重地打擊了內地投資者的信心，股市連續六年呈現熊市，股價及成交量一直低迷。有人形容近年的內地股市是由「豺狼」操控了所有投資資源和資訊，因此比吳敬璠教授所比喻的「賭場」還要差。

外國已有許多項實證研究，證明公司治理水平愈高，公司的盈利回報、公司估值及股價將愈高。目前很多國企在管理層紀律、誠信、股權結構、股東權利保障、控股股東行為、董事會獨立性、公平對待不同股東、透明度、責任、問責、關注社會等公司治理層面或特性都表現欠佳。內地公司的治理水平在二〇〇四年在亞洲十二國排名倒數第三。

按總市值計，是亞洲第三大市場。不過，內地股市也存在不少問題，如假文件、偽造賬項、盈利操控、誤導性披露、內幕交易、資產剝削，以及詐騙等不當行為十分普遍。

「豺狼」當道 尤如賭場

據內地交易所統計資料，超過三成上市公司屬「問題公司」。在二〇〇四年，在八百三十多間上海交易所上市公司中，近一百五十間觸犯不當行為或違規，涉及總額共二十四億元人民幣；在二〇〇五年上半年，四百八十間上市公司的主要股東共謀取了公司資金，約達所有企業總盈利淨額的一半。

近年在資訊披露及透明度方面雖有較大的改善，但在其他公司治理實務方面仍然落後。內地近年已有不少的法則改革，如最近修訂的公司法與證券法，另外，中國證監會也發布關於上市公司在公司治理、累計投票方式選出董事、委任獨立董事、董事誠信責任、收購管理及資訊披露等方面的指引或要求。但應否跟從美國Sarbanes Oxley Act法例那麼嚴謹徹底改革有關法規，到現在似乎還未有一個共識。

近年中央透過一些新途徑來進一步減低國家持股量，這包括六項：

- 一、公司化、重組，以及把大型國有銀行上市；
- 二、鼓勵更多具質素的外國公司及本地國有企業在內地市場上市（最少A股和H股同時發行）；
- 三、吸引社會保障基金、保險基金及合資格境外機構投資者（QFII）投資本地股票市場；
- 四、更多私人及外國投資者把國有企業作收購合併；
- 五、透過管理層收購（MBOs）國有企業，以及
- 六、股權分置（A股全改為可轉售股份以平衡大股東與小股東的利益）。

股權改革 效益有限

管理層收購潮過後，中國已進入全面性股權分置的年代。這些股權改革會帶來更好的公司治理及績效？有些人相信，由於股權分置及A股全面上市，因此公司治理、業績表現及市場信心將大大提升。但筆

會有大幫助及不能重拾投資者信心。股權改革或私有化的真正目的為何？在具競爭激烈的市場內，私有化對國有企業來說是重要和必須的。管理層收購也是分散股權的有效方法之一，但須具備相關機制和條件（最近有關活動的叫停是正確的）。在任何國家，國有企業當受政府保護和享有特別優待。一些大型國有企業的存在使市場失去公平的競爭；私人創業者難於與這些壟斷的國有企業，使私人創業者卻步。若國有企業在行業中受厚待，那麼，公平和獨立的司法制度就不能保存。因此國有企業在任何競爭的行業中是不應存在的。

浸會大學工商管理學院院長



減低國家對A股公司的持股量，是內地股市改革的重點。

內地的核心公司治理問題總結：

- 政府控股權過分集中（平均為百分之五十三）及有限的股份流通。
- 國有股權分散及行使於不同的政府部門，造成國有股東「真空」局面。
- 國有資產受管理層或母公司控制；國家作為股東的利益保障不足。
- 不願對控股股東與上市公司間的人力、財政及資產作分隔。
- 內部操控及剝削公司資產。
- 管理層及控股股東缺乏誠信責任（fiduciary duties）。
- 對法例和規條的遵從性低。
- 缺乏獨立董事會（主要由國有代表或非專業管理者組成）。
- 缺乏恰當的長期性激勵計劃給予管理人員（少於百分之五的上市公司設有股份報酬制）。
- 企業在透明度及披露方面素質低。
- 小股東利益的保障不足（沒有集體訴訟）。