

公司治理
范博宏 李思飞

中国民企 如何阳光化生存

中国资本市场的透明度与印度、俄罗斯类似，与英美相差甚远。在以关系为基础的商业模式和复杂的组织结构下，中国民企的透明度偏低，其代价是企业融资的能力差、成本高。民企的透明化，须从转变企业家观念入手，并将经营模式从关系型转为市场化、职业化。企业尽管为此要付出成本，但可以获取长久的回报。

2010年3月30日，在香港上市仅3个月的台湾企业洪良国际(00946.HK)，因涉嫌在招股书中对毛利率等财务数据作假，包装业绩以实现上市，从而违背了香港《证券及期货条例》中多项有关欺诈、欺骗、提供虚假和误导性信息等方面的规定。对于这项造假行为，香港证监会的回应是勒令其停牌，并冻结该公司及其旗下4家子公司在港的近10亿港元资产。

这一事件对有心永续经营的民营企业家们是一个重要警示。企业上市，原本是长期经营所需的制度改革动力，若反而为了上市成功而变本加厉地弄虚作假，即使可以侥幸过关，对于企业长期发展却会立下不良示范，并预示着企业与企业家们未来将在没有阳光的角落里生存着。但阴霾散去的那一天迟早会来，这些企业将面临声誉挑战。

对于真正有志于长期经营的企业家来说，只有让企业在阳光下接受并通过检验，才能让各利害相关人建立长期的信心。要实现这一目标，企业家们必须实现从封闭阴暗到开放阳光的理念

范博宏为香港中文大学会计学院及财务学系联席教授、经济金融研究所所长、财务学系主任，李思飞为该系财务系博士研究生

转变，进而从关系型的经营模式转变为市场化、职业化的经营模式，最终从靠天吃饭、逐水草而居的短命企业，脱胎换骨为稳如泰山的长命企业。

欠缺透明度的中国民企

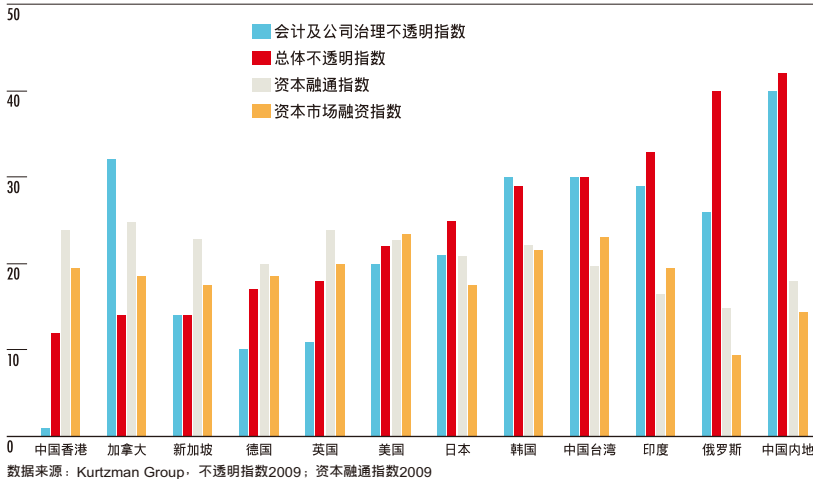
良好的企业透明度可以帮助投资者获取公司信息，降低投资风险，从而减少投资者对于企业的风险补偿要求，企业因此也可以降低融资成本，更好地融通资金。良好的企业透明度也可以提升资本市场各利益相关者的信心，吸引更多

参与者，有效促进资本市场的发展。但从世界范围来看，中国内地资本市场的总体透明度和会计及公司治理的透明度都相对偏低，与印度、俄罗斯类似，与加拿大、英美等国相差甚远(图1)。

在整体透明度较差的环境下，中国民企的透明度也偏低。在最近一次深交所对于上市公司进行的信息披露考核中，18家不合格的企业里有67%为民企，其中，12家主板企业中的8家为民企，6家中小板企业中的4家为民企。

企业透明度低的代价之一是融资

图1：中国内地与其他地区的企业透明度与资本市场融资度比较



能力差和融资成本高。笔者将这些信息披露不合格的民企与深市全部企业(主板及中小板)进行对比,发现信披不合格企业的长期和短期负债比率(占总资产)均低于市场均值,同时利息比率(占总负债)也高于市场均值,反映出透明度较差的企业的确较难获得资金,也需要支付更高的资金成本(图2)。

笼罩民企的制度性阴霾

中国民企的不透明问题有着深层次的制度原因,以关系为基础商业模式是一个重要因素。企业家之间依靠私人关系进行商业活动是中国长久以来的传统,也是在薄弱制度下通过非正式规范保证合同顺利执行的重要手段。在这种商业模式下,不同企业通过一张关系网络联系起来,形成了一个相对封闭的内部市场,重大的信息仅在关系网内流通,而不为外部相关者知晓。

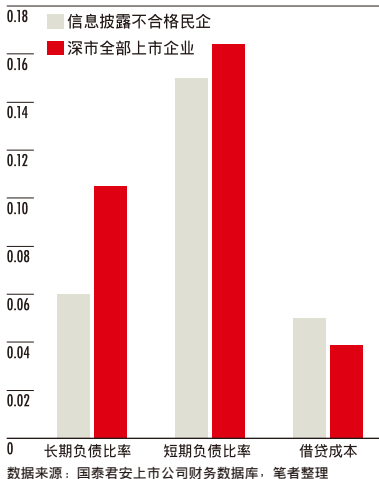
上海财经大学博士生李路对湖南省上市公司担保圈的调查发现,这一担保圈以鸿仪系旗下的嘉瑞新材、张家界、亚华种业(现名嘉凯城)、国光瓷业和酒鬼酒等公司为核心,涉及了14家上市公司(图3)。在这一关系网内,仅鸿仪系内企业就有将近30亿元的担保,而大量的违规担保行为都没有及时披露,直到2004年鸿仪系最终控制人鄢彩宏被中纪委调查才逐步浮现。

巨额的担保导致鸿仪系内企业面临严重的危机,嘉瑞新材至今仍处于停牌状态。担保圈中的部分企业涉及信息披露的问题,其中,金荔科技在违规担保、提供虚假财务报表、大股东挪用资金等一系列丑闻爆发后最终退市;金健米业因虚增利润、违规担保等被证监会责令整改。在这种关系网络下,一方面企业家对于关系网资源的依赖降低了对外进行信息披露的动机,另一方面,在这种网络中可能存在的一些违规行为形成了信息披露的巨大成本。因此,依赖关系网的商业模式伴随低信息透明度是很难避免的。

在各种商业关系中,政商关系是常被企业家运用的竞争利器。但是,这种利用政商关系寻租的商业模式对企业透明

度影响重大,特别是当寻租涉及违法违规时,企业更难以透明。笔者近期对与近40位地方贪腐官员相关联的230家内地上市公司披露的会计信息进行了研究,这些企业中有90家被揭露行贿官员,其余140家虽未被发现行贿,其高管或董事却与贪腐官员曾有同事、同学甚至亲属关系。在贪腐案件曝光后,这些公司披露的盈余的信息有效度(以盈余反应系数度量,指企业股票回报率对所披露盈余的反应程度,系数越高,说明盈余包含的信息越有用)比贪腐案件曝光前大大提升(图4)。这显

图2:企业信息披露质量越低,融资成本越高



示案件曝光前,这些上市公司的透明度深受与贪腐官员千丝万缕的关系影响;而失去这种关系之后,企业的透明度暂时得到了提升。依赖政商关系的寻租商业模式,的确是企业透明度的重大制度阴霾。

中国企业透明度低的另一个原因是复杂的组织结构。国内大部分上市企业采用金字塔式的控股结构,亦即最终控制人采用多层级的中间公司控制上市公司。与扁平式一体化的组织相比,金字塔层级式结构无可避免地会在集团内部产生更多的关联交易。这些交易的双方若非由母公司或最终控制人完全控股,也可能会有利益冲突。在金字塔结构下企业透明度较低,很大程度上是由于复杂的组织结构造成的关联交易披露成本很高,其次也有企业出于掩盖部分交易伴随的利益冲突的动机所

造成的不透明。笔者对于东亚7个国家近千家上市公司的一项研究发现,在金字塔结构下,最终控制人的信息披露不能得到投资者的充分信任,其企业的股票市值也偏低。

2009年在资本市场引起轩然大波的五粮液集团被调查事件,就是由复杂组织结构引发企业透明度问题的典型案例。五粮液(000858)和五粮液集团同属宜宾市国资委控股,而集团和上市公司之间有“控制”无“控股”(图5),五粮液集团通过构建组织金字塔实现多元化扩张,而集团下属企业包括上市公司间有绵密的关联交易。这些关联交易中很多是正常的上下游之间的购销业务,若是发生在法律界定的同一事业体内,对透明度不会有影响,因为无论这些内部交易转移定价为何,不会影响企业整体成本与收益。但像五粮液般发生在法律上独立但事实上彼此关联的单位间的交易,就有会计转移定价公平性的问题。即使交易不涉及利益冲突,光是一笔一笔地追踪这些复杂的交易,就是会计与经理人员的一大挑战。更别说这复杂的组织结构与交易,可能掩蔽一些涉及利益冲突的关联交易,甚至诱使内部人因盘查不易铤而走险。

五粮液上市公司的大部分销售通过集团下属的进出口公司进行,在利润分配和计量上都与集团产生了利益冲突。在这样的复杂组织结构下,上市公司在证券投资、主营业务收入等数据的披露上出现了违规,最终被证监会调查,这并不令人意外。在被调查两个多月后,五粮液当年底发布了一份整改报告,从销售、投资、品牌等方面重点改善了和集团公司的关联交易,上市公司更加独立于集团,特别是针对销售环节专门设立了销售公司,由上市公司控股80%。市场对于这一消息给予积极的回应,当天其股价上涨3.5%,反映出简化组织结构以提升透明度对于公司价值的提升作用。

在多元化或垂直一体化的组织中,关联交易不可避免,而简化组织是减低关联交易利益冲突与提升组织整体透明度的重要工作。由江西铜业集团控股的江西铜业(600362),早期曾向集团内

图4：涉贪官员被捕前后，关联上市企业会计盈余与股票回报率间相关度的变化

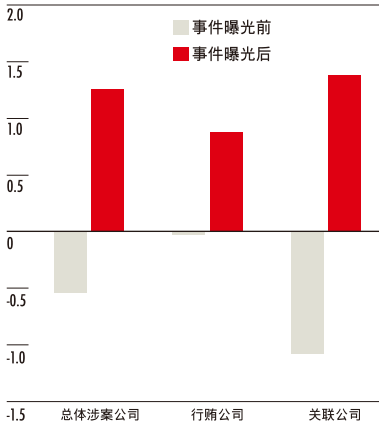


图6：2002年重组前后，江西铜业关联交易占销售总额比例的变化

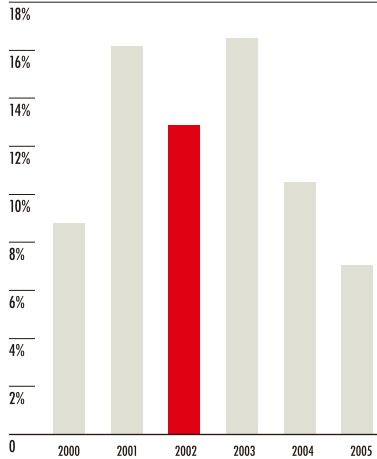


图3：湖南上市公司担保圈

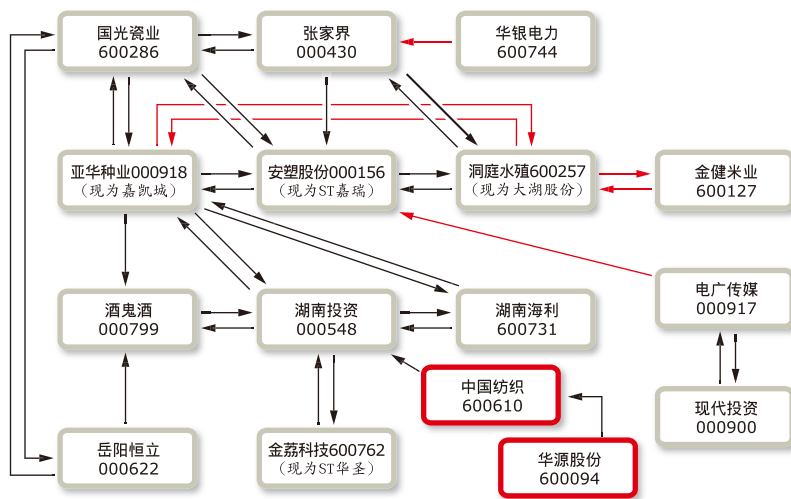
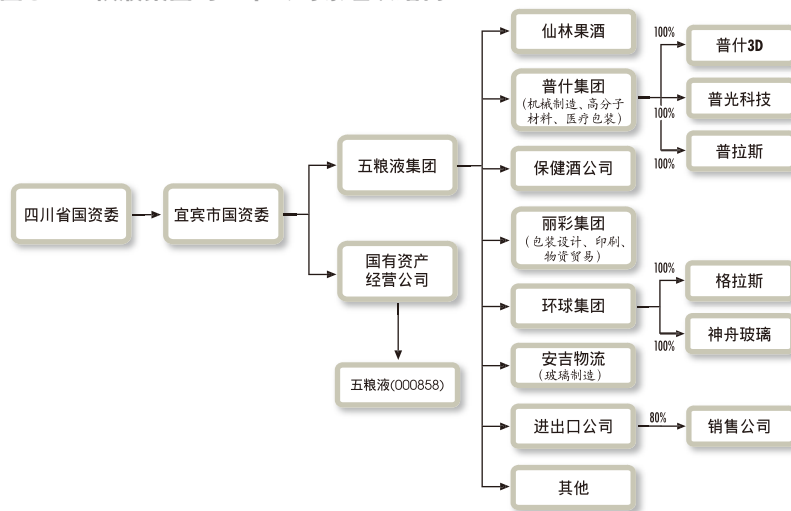


图5：五粮液集团与上市公司原组织结构



的关联企业大量采购浓缩铜、铜屑、金银合金材料等原材料，例如，在2001年通过关联交易采购的原材料占到了原材料总量的60%。在2002年，集团决意合理化组织结构，由上市公司收购了武山铜矿和集团内的其他相关运营资产，实现了内部资源的整合，控制了部分原材料的供应与价格稳定性，从而降低了原材料采购方面的风险，整合之后，上市公司关联交易（占总销售收入）的比重也大幅降低（图6）。自2007年开始，上市公司进一步向集团收购了包括城门山铜矿、香泗铁路、铜合金公司（40%的股权）、铜材公司（40%的股权）、江铜德兴运输公司和江铜化工公司等多家关联企业，进行了集团内的二次整合，集团内的组织结构得以进一步精简，而集团与上市公司之间的利益冲突降低，企业透明度自然提升。

从上述两个案例的对比可以看出，组织内部交易对企业并不一定是坏事。造成企业不透明的真正原因，是复杂的组织结构所引发的部门间或企业内部人与投资人之间的利益冲突。中国民企大部分都采用金字塔结构控股上市公司，而很多企业家进入资本市场以后更通过一系列资本运作，采用多层级的金字塔控制链条快速建立结构复杂的企业帝国。过去名噪一时的德隆系、格林科系，以及前文提到的鸿仪系都是典型案例。这些复杂的组织无一例外地伴随着会计信息造假、大股东掏空甚至违法违规的病症。复杂的资本运作与组织扩张，纵然可助企业迅速做大，却不能做强，反而加速企业的覆亡与企业家的信誉破产。

转变观念，构建阳光下生存的民企

自中国资本市场发展伊始，监管机构就把增强企业透明度、保护投资者作为重中之重，不断地更新和改善会计准则、操作指引等制度性规范来增强企业信息披露的可靠性。但是，正因为民企的不透明问题有着复杂的根源，单靠会计准则的更新或是监管机构的监督不能从根本上解决问题，反而加重了企业信息披露的成本。



“问题排骨”事件曝光，使得真功夫本来已不平坦的上市道路增添了未知因素。

要真正实现民企的透明化，必须从企业家的观念转变入手，同时充分发挥市场“惩恶扬善”的作用，使提升公司透明度成为企业获取声誉资产、长期可持续发展的重要手段。对于很多企业家来说，“家观念”依然对他们的经营决策有着重大的影响，这也是“家企不分”的主要原因。这一观念随着企业的不断发展壮大，需要逐步转变为“公众观念”，亦即将企业由隐蔽的家族私密的属性转变为公开透明的公众属性，并强调企业的社会责任和价值。这种观念的转变对于正考虑上市或完成上市的民企来说尤为重要。

民企实现上市便要接受从私有公司转变为公众公司的文化冲击，要面临来自各个方面更为严格的监督。一些企业家认为，企业上市就可以获取资金，快速扩张，做大做强。当然，这些都可能是股票上市的好处，但前提是必须随上市转变经营观，并以最大的自律实践制度化、市场化、透明化的新经营模式。对此，一些民营企业已经拥有了充分的认识，据《重庆商报》

报道，宗申产业集团董事长左宗申谈及民企上市时就表示：“不要以为上市就是上了天堂，对那些不自觉的老板来说，上市恐怕还是入了地狱。不要为了上市而上市，也不要一心想着圈钱，上市募集的资金不属于你本人，你只有使用权，每一分钱怎么花，都要向你的投资者、董事会、监事会、主管部门交代，并随时接受股东的质询。”如果企业上市了，但是企业家的观念没有及时转变，仍然认为企业是个人私有，迟早会做出损害投资者利益的决策，最终投资人会对企业失去信心，企业持续发展也将成问题。

最后，提升透明度是一项综合性工程，会计和其他重大信息披露只是其中一个重要的部分。企业的信息不仅对投资者，也要对供应商、消费者等各个利益相关者进行有效的披露。近期连续曝光的“问题排骨”、“问题奶粉”、“致癌洗发水”等事件反映出消费者危机感的增强，不论这些事件是否属实，在事件曝光之后都对企业声誉和消费者信心造成了严重的打击。比如在真功夫“问题排骨”事

件曝光之后，腾讯网一项两万多人参加的调查显示，超过80%的参与者认为事件会对真功夫的经营产生影响，而超过70%的参与者表示不会再去真功夫消费，这一事件更使得真功夫本来已不平坦的上市道路增添了未知因素。

消费者的不安心理可能造成对上述事件的过度反应，但更值得关注的是，这种不安的心理源于对企业信息未知的恐惧。如果企业平时就保持高透明度，各种正面或是负面的信息都能及时地披露，那么，即使出现突发事件，也不会引起如此剧烈的社会震动。

提升企业透明度是企业获取良好声誉资产和利益相关者信任的重要手段，尽管可能需要付出一定的成本，但这种成本是企业的一种长期投资，可以获取长久的回报。同时，这种投资所获取的无形资产不容易被竞争对手所模仿，是一种长期的竞争优势。每一个怀抱基业长青理想的企业家，都需要为这项投资作出不间断的努力。

对于本文内容您有任何评论或补充，请发邮件至 xincaifu@p5w.net。