

加强和完善上市公司治理结构

范博宏

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

新财富第四届新财富最佳投行、第六届新财富金牌董秘
颁奖典礼，南京，2010



要点

- ◆ 我们没有科学的证据说明公司治理能积极为企业创造价值。反而，要提升公司治理企业必需付出高昂的代价
- ◆ 公司治理，就像人要打扮穿好衣服，不只是为了门面，更是反映企业及企业家的理念，价值观，与文化。而这正是投资人信任的基础
- ◆ 公司治理，若只为合规，那就有可能沐猴而冠

大纲

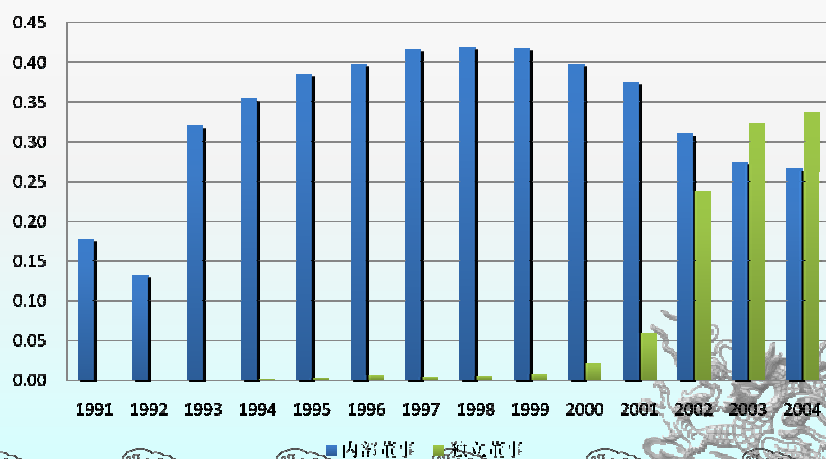
- ◆ 董事会的组成
- ◆ 企业透明度
- ◆ 先数据，后个案，再讨论如何作一个穿戴得体的人

我国的董事会的现况

| 治理变量 | 中国 | 美国 |
|--------------|------------------|------------------|
| 董事会规模 | 9.22 (范围5-19) | 9.39 (范围5-26) |
| 管理层董事 | 34% | 22% |
| 大股东指派董事 | 53% | 5% |
| 现任或前任政府官员 | 32% | |
| 少数股东代表董事 | 0 | |
| 来自非关联公司的董事 | 18% | 大多数 |
| 会计，财务，法律专业人士 | 5% | 24% |
| 教授学者 | 14% | |
| 女性董事 | 5% | 8% |
| 平均年龄 | 47岁 | 59 |

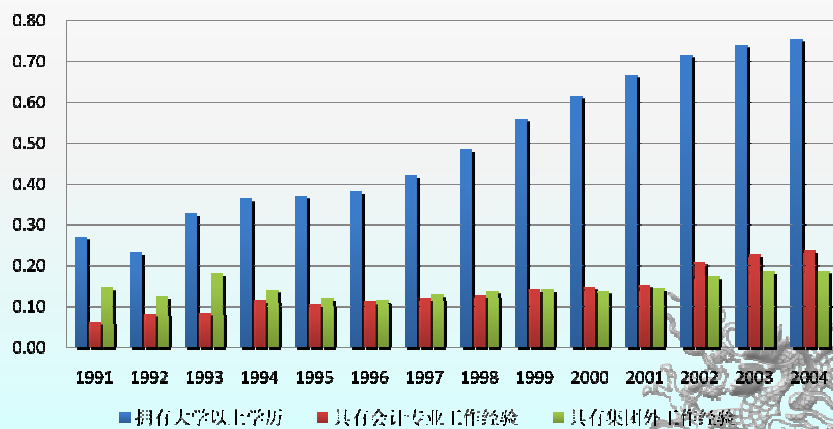
我国的董事会的趋势

◆ 内部董事比例下降，独立董事比例提升



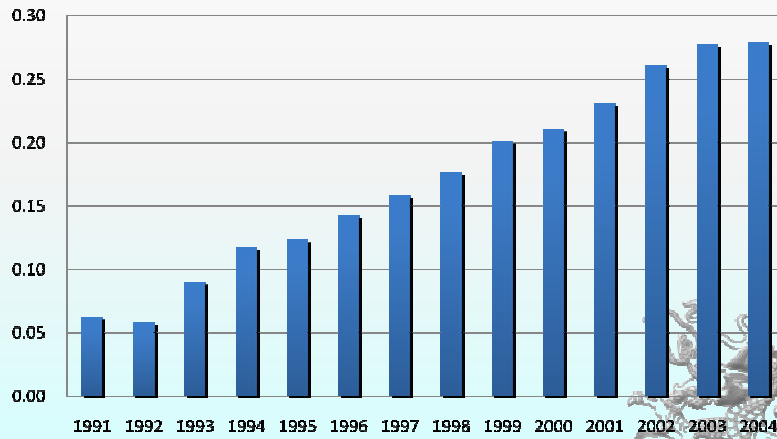
我国的董事会的趋势

◆ 董事学历大幅提升，但来自其他企业的管理经验和专业知识提升并不显著。



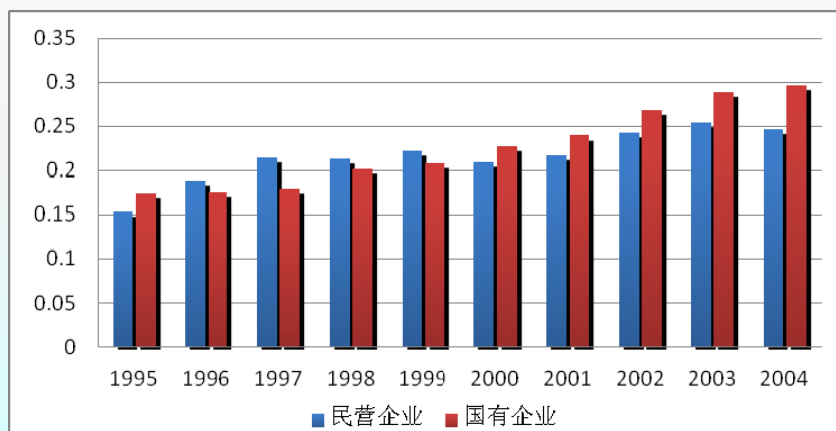
我国的董事会的趋势

◆ 现任或前任官员在董事会中比例不断增大



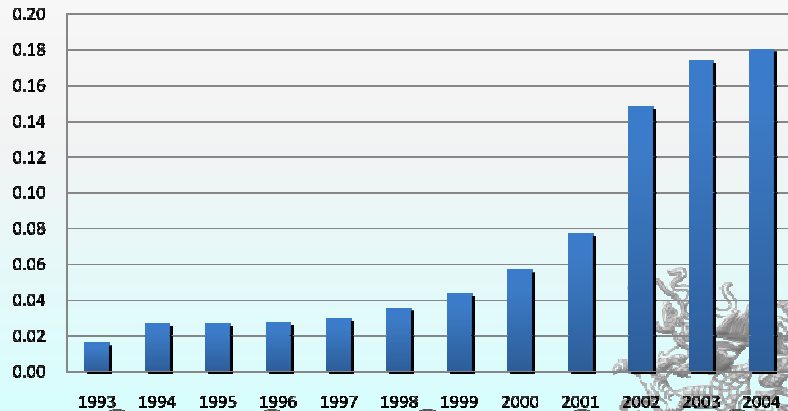
我国的董事会的趋势

◆ 国有与民营企业中官员董事的比例相近。



我国的董事会的趋势

- ◆ 越来越多的教授学者加入董事会，主要担任独立董事

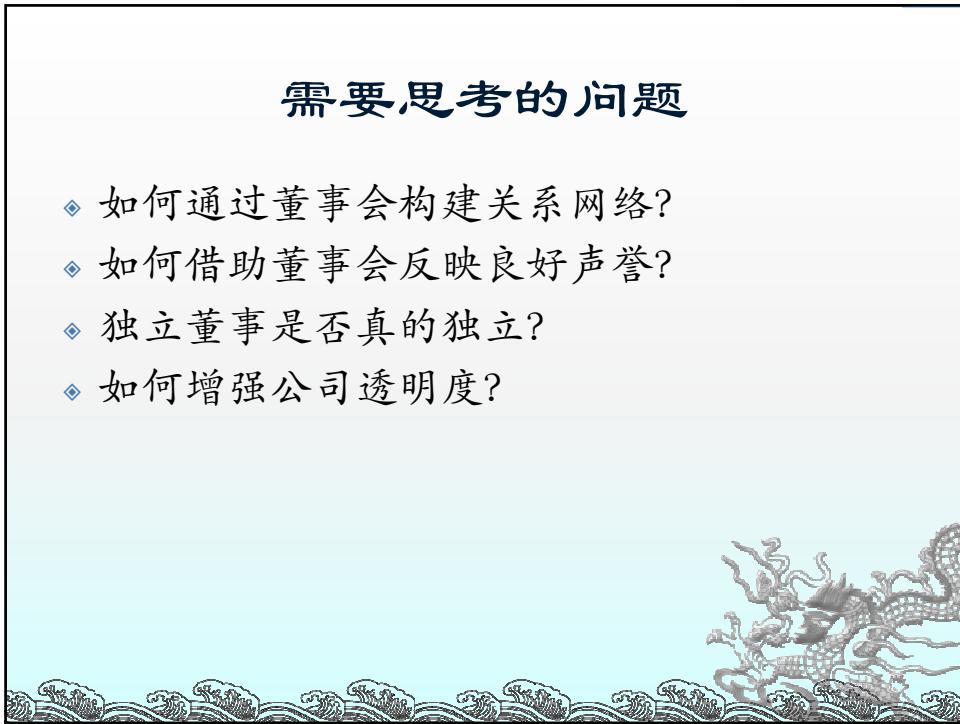


中国企业董事会反映了何种文化？

- ◆ 董事会的设计反映企业的文化特质和经营理念。
 - ◆ 官员董事会——注重关系网络的价值
 - ◆ 专业性人士董事会——较为现代的管理观念
 - ◆ 家族董事会——传统的“家文化”
- ◆ 没有对错，但看经营理念与模式
- ◆ 董事会的设计没有统一的标准，每一种选择都有不同的成本与收益

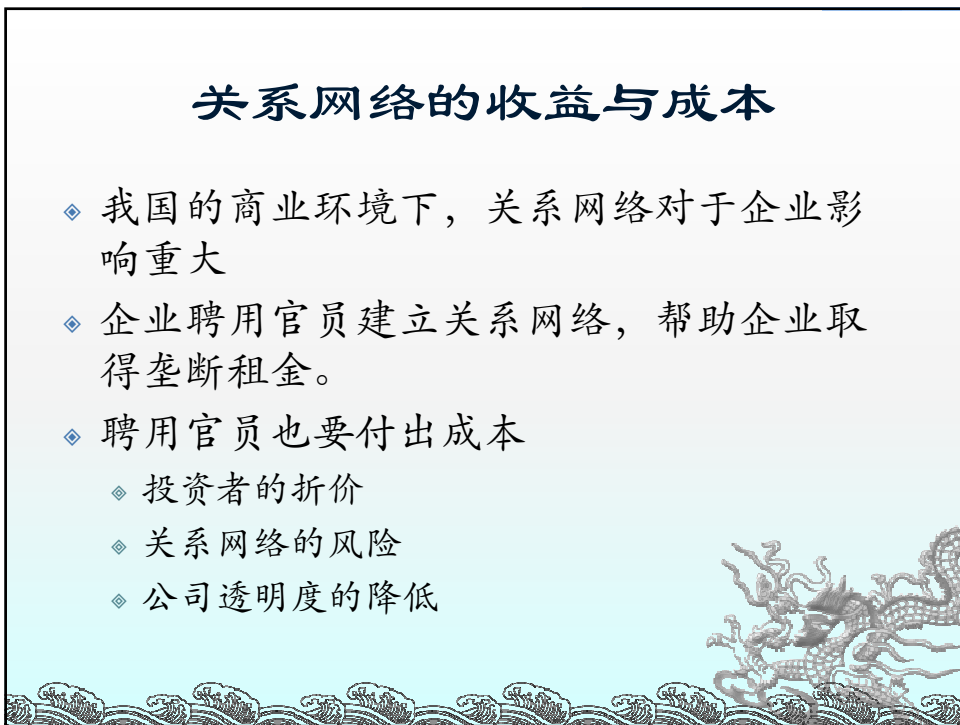
需要思考的问题

- ◆ 如何通过董事会构建关系网络?
- ◆ 如何借助董事会反映良好声誉?
- ◆ 独立董事是否真的独立?
- ◆ 如何增强公司透明度?



关系网络的收益与成本

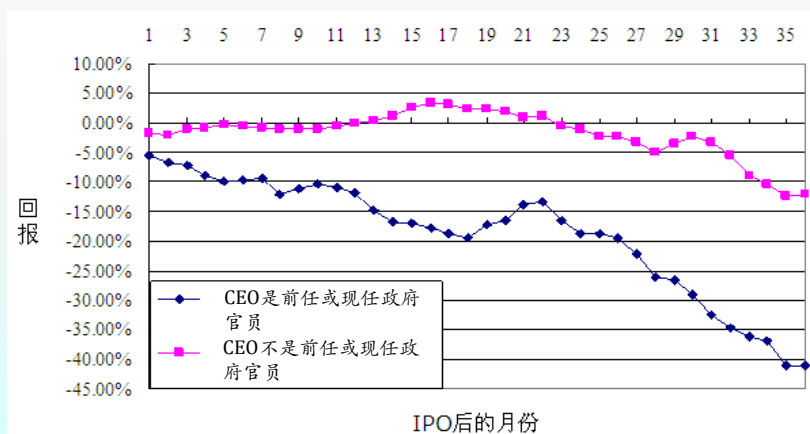
- ◆ 我国的商业环境下，关系网络对于企业影响重大
- ◆ 企业聘用官员建立关系网络，帮助企业取得垄断租金。
- ◆ 聘用官员也要付出成本
 - ◆ 投资者的折价
 - ◆ 关系网络的风险
 - ◆ 公司透明度的降低



政商关系何价？

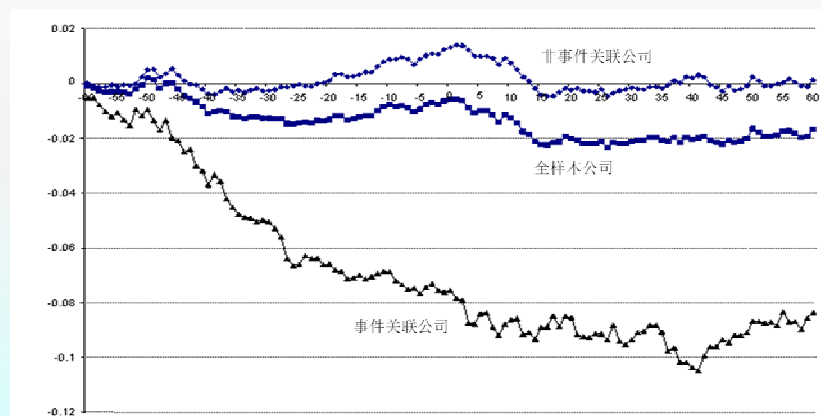
◆ 官员领导上市公司是否有助提升公司价值？

(Fan, Wong, Zhang, 2007, JFE)



政商关系何价？

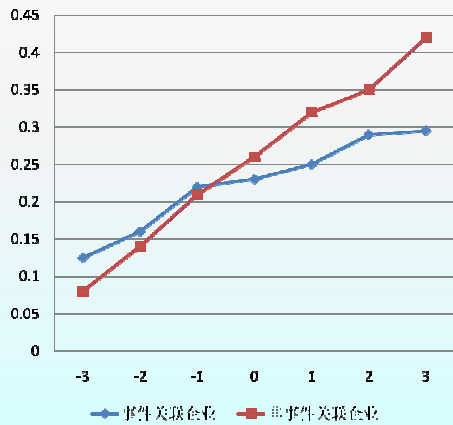
◆ 关系网络的风险：高官落马后关联企业的股票折价



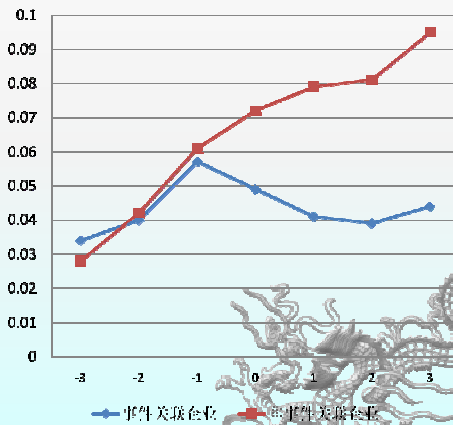
政商关系何价？

- 关系网络的风险：高官落马后关联企业的银行借款变化 (Fan, Rui, Zhao, 2008, JCE)

贪腐事件与企业的资产负债率



贪腐事件与企业的长期负债率



案例：紫金矿业

- 2010年7月，公司下属铜矿发生污水渗漏事故，证监会对公司信息披露违规立案调查，香港联交所也开始问责。

(资料搜集自紫金矿业2009年年报)

| 成员 | 官员人数 | 任职政府部门 (部分) | |
|--------|-------|---|-----|
| 非独立董事 | 3 | 福建省经济体制改革委员会；福建省科学技术委员会处长；贵州省六盘水市政府秘书长 | |
| 独立董事 | 3 | 中国地质科学院院长；福建省资产评估中心主任、国有资产管理局局长、财政厅副厅长、中国国有资产管理专家委员会特邀专家；安徽省冶金工业厅副厅长兼黄金公司经理、经济贸易委员会冶金行业办主任、安全生产监督管理局助理巡视员 | |
| 占董事会比例 | 54.5% | 占独立董事比例 | 75% |
| 监事 | 2 | 县委办公室主任，县委常委、统战部部长、非公经济党工委书记；县委常委、纪委副书记、国有资产投资经营有限公司监事长 | |

案例：交通银行

- ◆ 四位执行董事：董事长曾任外管局陕西省局长，其他三位均具有四大国有商业银行丰富的管理经验。
- ◆ 八位非执行董事：四位为财政部前官员，一位证监会前官员，一位香港银行界资深人士，两位具有资深管理经验。
- ◆ 六位独立董事：一位是人民银行前官员，一位是国务院发展研究中心研究员，一位是前国务院派驻银河证券监事会主席，另外三位均为具有资深管理经验的外籍人士。
- ◆ 聘用多位官员但兼顾专业性人士，特别在独立董事中控制官员的比例，建立关系网络的同时控制风险与成本。

(资料搜集自交通银行2009年年报(A股))

董事会是建立企业诚信声誉与专业的平台

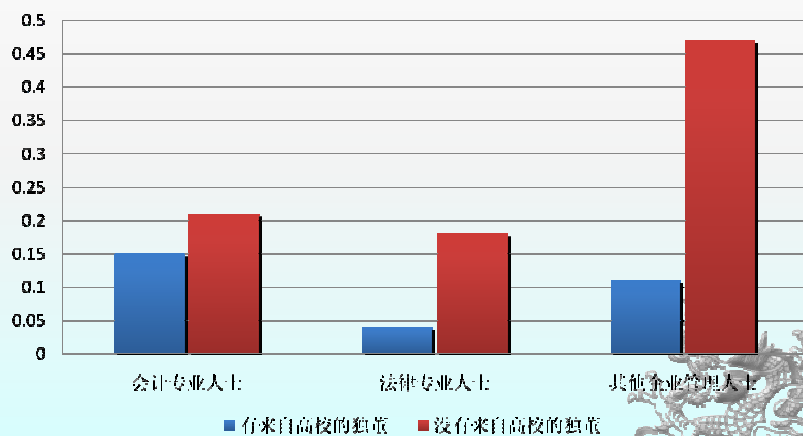
- ◆ 声誉（信誉）机制是一种无形的但有行之有效的治理机制。在体制较弱的商业环境中，声誉甚至是最重要的治理机制。
- ◆ 通过聘用声誉卓著的董事，建立良好的公司形象，向投资者和利益相关人传递积极信号。
- ◆ 良好的声誉有助于降低市场交易成本与融资成本

大学教授：廉价购得的声誉不是真正的声誉

- ◆ 我国企业聘用大量的教授董事，很多为领域内的知名专家。
- ◆ 企业希望教授为企业提供专业知识的咨询，并借助教授良好的社会声誉。
- ◆ 很多教授同时担任高校及其他领导职务，是否足够精力处理公司业务？
- ◆ 教授与专业性人才，企业又该如何选择？

大学教授：廉价购得的专业不是真正的专业

- ◆ 教授董事并不能替代专业性董事



案例：深圳发展银行

- ◆ 上市公司中最昂贵的独董团队。四位业内资深人士没有在其他中国上市公司中担任董事，其声誉资产为深发展所独享。

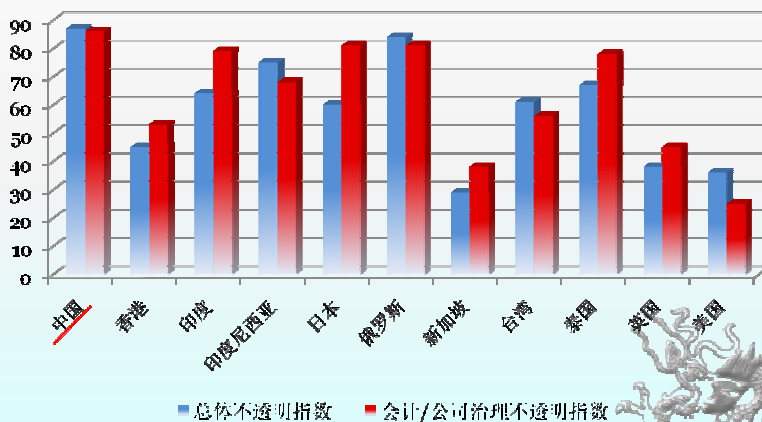
(资料搜集自深发展A2009年年报)

| 独立董事 | 任职经历 (部分) |
|----------------------------|--|
| 陈武朝 | 清华大学会计研究所副教授 |
| 米高奥仑 (Michael O' Hanlon) | 日本雷曼兄弟董事总经理、韩国第一银行董事、Marix Servicing, LLC董事 |
| 罗伯特·巴内姆 (Robert T. Barnum) | 西雅图联邦住宅贷款银行财务副总裁、柏伟按揭保险有限公司财务副总裁、First Nationwide Bank (执行副总裁、首席财务官、美国储蓄银行首席财务官、总裁兼首席运营官、Poker Flats Investors |
| 汤敏 | 亚洲开发银行经济研究中心经济学家，高级经济学家，驻中国代表处首席经济学家、驻华代表处副代表、中国发展研究基金会副秘书长、中国人民银行研究生部部务委员会副主席 |
| 谢国忠 | 世界银行经济分析师、摩根士丹利董事总经理、Rosetta Stone Advisors Ltd董事 |

公司透明度

- ◆ 我国企业整体透明度相对较差

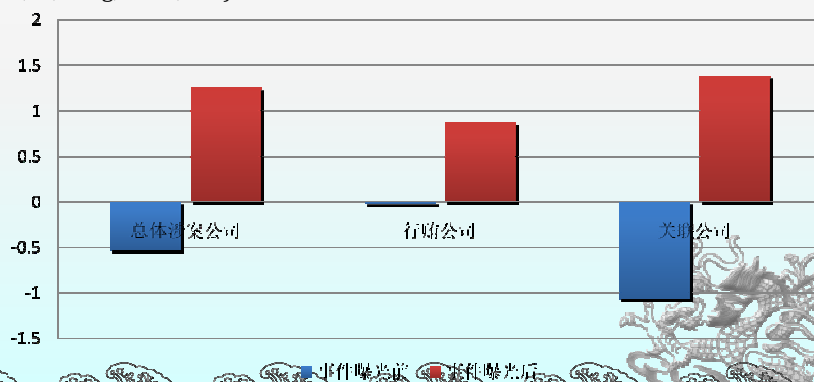
(PWC, Opacity Index)



公共治理质量与公司透明度成正比

- ◆ 相对薄弱的制度环境下的寻租、腐败等行为与低透明度有直接关联。
- ◆ 贪腐案件涉及的公司 在案件曝光之后信息披露质量（盈余反应系数）明显提升。

(Fan, Li, Yang, 2010, WP)

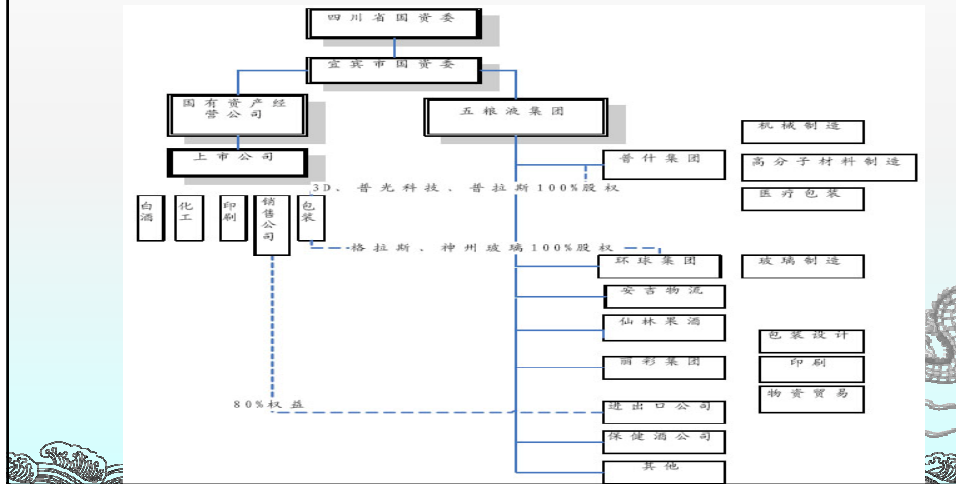


复杂的组织结构与公司透明度成反比

- ◆ 复杂的组织结构降低公司透明度
- ◆ 在我国以金字塔持股机构为主，控股股东具有从控股上市公司转移资源的动机。
- ◆ 案例：五粮液集团
 - ◆ 2009年9月9日突然发布公告，因涉嫌违反证券交易法规，已被证监会立案调查。
 - ◆ 证监会调查结果指出，五粮液涉嫌三方面违法违规：一、未按照规定披露重大证券投资行为及较大投资损失；二、未如实披露重大证券投资损失；三、披露的主营业务收入数据存在差错等。

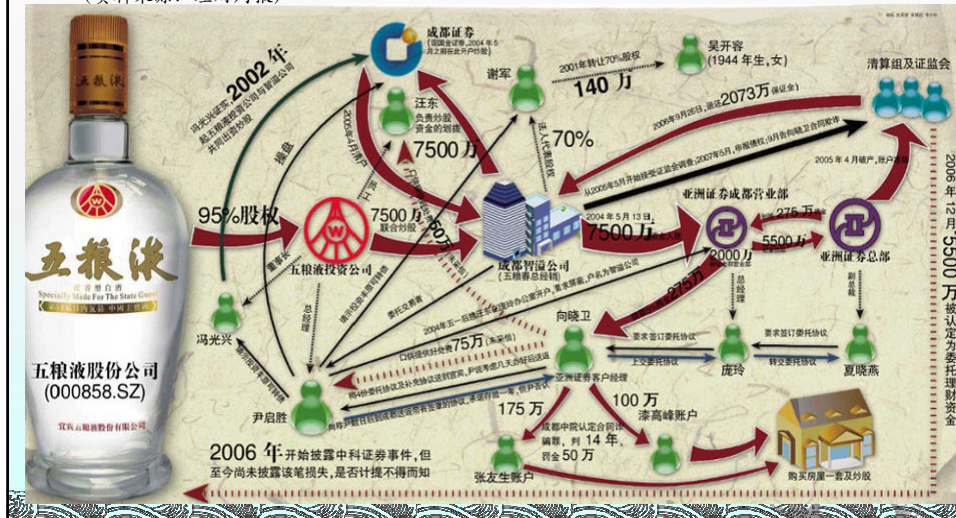
案例：五粮液违规

- ◆ 典型的金字塔结构，集团与上市公司有“控制”无“控股”，靠关联交易紧密联系，同时进行大量多元化扩张。（资料来源：千龙网）



案例：五粮液违规

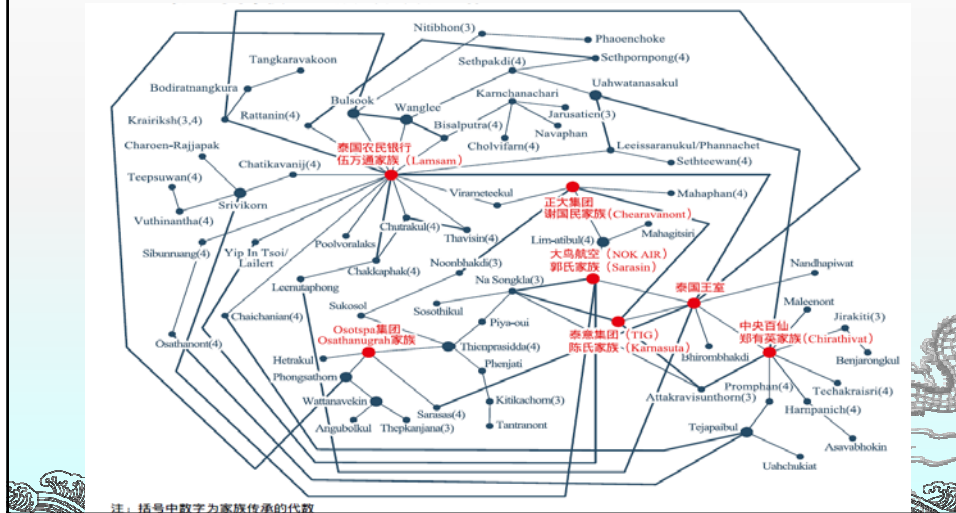
- ◆ 复杂的组织结构形成了利益输送通道（资料来源：理财周报）



依赖关系的经营模式与公司透明度

成反比

- 企业间复杂的关系网络降低了公司透明度
(Bunkanwanicha, Fan, Wiwattanakantang, 2009, WP)



集资成本与公司透明度成反比

- 改善公司透明度可以减少内部人与外部投资者及利益相关人的信息不对称，降低交易成本和融资成本，提升公司价值。较低的透明度会导致更高的风险溢价。

(PWC, Opacity Index)

| | 中国 | 香港 | 印度 | 印度尼西亚 | 日本 | 俄罗斯 | 新加坡 | 台湾 | 泰国 | 英国 | 美国 |
|---------|------|-----|-----|-------|-----|------|-----|-----|-----|----|----|
| 公司不透明指数 | 86 | 53 | 79 | 68 | 81 | 81 | 38 | 56 | 78 | 45 | 25 |
| 不透明风险溢价 | 1316 | 233 | 719 | 1010 | 629 | 1225 | 0 | 640 | 801 | 63 | 0 |

如何提升公司透明度

- ◆ 在现有制度的限制下，仅靠更新会计制度或准则可能成效不大
- ◆ 着眼于制度上的变革
- ◆ 转变经营理念：从关系型交易到市场交易
- ◆ 注重市场声誉等无形机制的惩戒作用
- ◆ 精简组织结构，加强内控
- ◆ 提升董事会职能和专业性，重视审计等专业委员会的监督作用

董事会秘书对公司透明度的贡献

- ◆ 董事会秘书的职责不可或缺
 - ◆ 《公司法》规定董事会秘书“负责办理信息披露事务”，交易所上市规则进一步对董事会秘书对于信息披露的权责做出详尽规定，要求“公司应当设立由董事会秘书负责管理的信息披露事务部门”。
 - ◆ 各上市公司都将董事会秘书列为信息披露责任人。
- ◆ 企业与投资者间的媒介，将信息以更体现公司的特点、风格的方式传达出去。

聘请形式独立实质不独立的 董事是沐猴而冠的门面功夫

- ◆ 江苏三友：将集体所有变为自然人控股这一重大事实自从公司上市起被隐瞒了将近6年。
 - ◆ 一位独董“主持了江苏三友发行上市工作”，并且是公司上市时的保荐代表，2007年底出任公司的独立董事。
 - ◆ 另一位独董，曾担任南通市纺织控股公司、江苏大生集团、纺织局局长等领导职务，江苏三友在上市时与南通市纺织控股公司有过重大的资产交易，时任公司总经理在此独董担任领导的三个单位有过工作经历。
- ◆ 聘用实质上不独立的独董在此例中可谓沐猴而冠

量体裁衣的设计董事会

- ◆ 董事会的设计反应公司的特性和经营战略，向投资者和利益相关人传递信号。
- ◆ 监管机构“一刀切”的原则或规定往往方便监管，却不一定顾及企业的个别需求。
- ◆ 在合规的前提下，综合考量不同选择的利弊，按需设计董事会。

董事会的规模

- ◆ 大规模的董事会：适用于竞争程度低一些的市场中的大的、稳定的公司或有更多常识（比如公共设施）的公司。可获得更为广泛的人力资本和信息，但受制于搭便车和协调问题
- ◆ 小规模董事会：适用于高度竞争市场中的小的、高增长的公司或有私有信息的公司倾向于选择小规模董事会。在交流和决策制定方面更有效率，但更受限于较狭隘的人力资本和信息。

案例：沃尔玛 vs. 天天低价

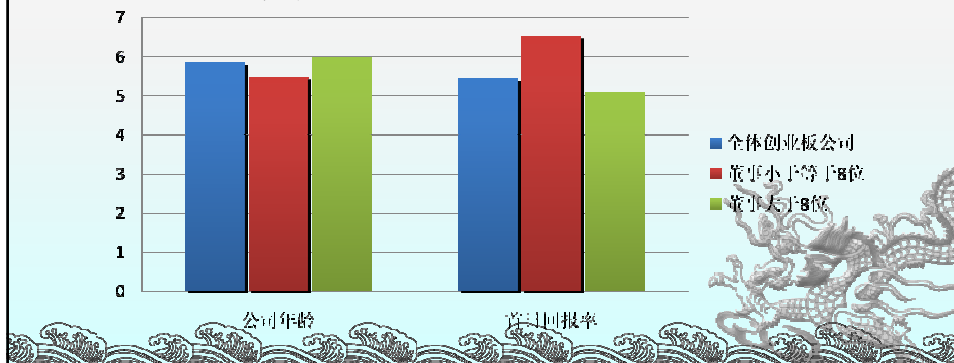
- ◆ 沃尔玛：跨国零售连锁企业
 - ◆ 市值：2100亿美元
 - ◆ 雇员：210万名
 - ◆ 业务：美国和海外市场，拥有成千上万的各种形式的商店和食物配送公司
 - ◆ 董事会成员：15人
- ◆ 天天低价：地区性小型连锁超市
 - ◆ 市值：1100万美元
 - ◆ 雇员：700人
 - ◆ 业务：夏威夷及太平洋地区各岛国开设有12个仓库式俱乐部
 - ◆ 董事会成员：5人

(资料搜集自沃尔玛2010和天天低价2007年年报)

创业板企业的董事会规模

- ◆ 创业板的企业几乎全部是企业家或家族控股，大多处于竞争性较强的新兴产业，都处于高速增长的阶段，需要比较小规模的董事会以提高决策效率。

(数据来自CSMAR, 作者整理)



内部与外部董事的组成

- ◆ 公司内部董事：可以向董事会提供公司内部信息，有利于减少信息不对称。
- ◆ 外部董事
 - ◆ 管理人士：为公司提供管理专业知识，经理人市场的声誉机制促使他们尽职尽责
 - ◆ 官员：可以帮助企业建立关系网络，需要有效控制聘用官员的成本
 - ◆ 教授：主要提供声誉与咨询职能，不能为了满足监管的数量需要而聘用
- ◆ 考虑公司自身的战略、企业文化综合平衡各种董事的利弊。

案例：沃尔玛

- ◆ 沃尔玛：涵盖政治、学术、投资、实务界的多元化董事会
- ◆ 4位内部董事：创始人Sam Walton的两个儿子、公司的现任及前任CEO
- ◆ 11位外部董事
 - ◆ 6位管理人士董事：来自其他知名企业，包括可口可乐的前任CEO和万豪酒店集团的首席运营官等
 - ◆ 3位专业董事：风险投资和投资银行专家
 - ◆ 1位官员董事：曾任克里顿总统的内阁成员
 - ◆ 1位教授董事：哈佛商学院的退休教授
- ◆ 以高级管理人士为主的董事会无疑可以为企业复杂的运营提供有效的决策帮助，每位董事卓著的声誉也使得他们会尽职的履行董事职能。

案例：天天低价

- ◆ 天天低价：各有所长的董事会
- ◆ 1位内部董事：公司CEO
- ◆ 4位外部董事：
 - ◆ 风险投资资本家，
 - ◆ 个连锁海鲜餐馆的董事长
 - ◆ 商务培训机构的CEO
 - ◆ 电信产品零售公司的首席运营官和财务官。
- ◆ 小规模董事会提高了董事会决策的效率，四个外部董事各有所长，每个人都可以直接对公司决策的某一方面提供建议。

小结

- ◆ 我国相对薄弱制度环境下董事会的建设任重而道远。
- ◆ 董事会设计反映不同的企业文化与经营理念。
- ◆ 企业应根据自身需要和特征，理性的设计董事会结构和实现董事会在我国商业环境下的功能。
- ◆ 在合规的前提下平衡每项选择的成本与收益，避免盲从的选择。

