

## 范博宏：良好声誉可降低企业融资成本

<http://www.sina.com.cn> 2010年08月14日 13:58 新浪财经



2010年8月14日，《新财富》杂志在南京召开“新时期公司治理国际论坛暨第六届新财富金牌董秘、第四届新财富最佳投行颁奖典礼”。上图为香港中文大学会计学院及财务学系联席教授范博宏。（图片来源：新浪财经 梁斌 摄）

新浪财经讯 2010年8月14日，《新财富》杂志在南京召开“新时期公司治理国际论坛暨第六届新财富金牌董秘、第四届新财富最佳投行颁奖典礼”。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、财务学系主任范博宏在会上表示，良好的声誉有效降低融资与交易成本。

### 以下为香港中文大学教授范博宏演讲实录：

感谢《新财富》给我这么好的机会，给我们业内的同仁能够交流于有关公司治理各方面的问题，那么因为今天时间的限制，我打算这么做，我想针对内地公司，上市公司的董事会，他的组成给大家做一番介绍。那么我们在过去十年中间研究了全中国所有的上市的企业包括民营企业也包括国企，那么我们在这么漫长的研究过程中间，有一些比较有趣的发现，在这边跟大家分享。另外我也想跟大家谈谈有关企业透明度的问题，因为在座有很多都是董事长秘书，信息的披露是董事长秘书的重要因素，所以我想跟大家探讨。

我们总结这次交流的重点是，我想告诉各位很不幸的全世界科学性的研究，我们无法证明公司治理能够直接的积极的创造企业的价值，那么这种说法，公司治理如果能够直接创造企业价值，争取业绩，这种说法是错误的，反而要提升公司治理必须付出很高昂的代价。第二个要点，这是不是因为公司治理是一种浪费，那么当然不是的，这绝对不是这样的，聪明的企业家和企业知道人要打扮好，穿好衣服是为了反映企业和企业家的经营理念价值观和企业的文化，而且这个正是投资人信任你们企业的一个基础，那么最后

一个重点公司治理，我们不能只是为了合乎法规。

看一下我们现在董事会的现状，他在西方治理里面是代表股东监督执行企业经理人的机构，在中国董事会的规模是9个人，管理层差不多大概占了3%至4%左右，高过美国，大股东超过半数，因为美国是股权分散的国家，企业大部分股权比较分散，所以大股东指派的比例比较小，我们中国的董事会里面，不管是国营企业还是民营企业，曾经担任政府官员，甚至是现任政府官员的董事特别多，这个在其他国家比较少见，那么非关联公司的董事，在其他的企业里面有工作经验的，有丰富的商业经验的董事占的比例比较少，低于20%，如果跟美国比较，美国的董事会，不管是内部董事还是外部董事，绝大部分有丰富的商业经验，中国的董事会还有一个特色是教授学者特别多，占了将近15%，这个比例虽然我没有办法拿出美国的数据，但是非常少的大概低于5%的，这个是中国董事会的另外一个特色，平均年龄中国的董事会是47岁，那么比美国的董事年轻很多。

那么看一下逐年的趋势，我们发现经过漫长的从90年年初我们有了证券交易所一直到最近内部董事的比例刚开始有点缓缓上升，但是近年来这个比例是下降的，那么独立董事的比例也就是绿色这个线在90年末期2000年初期开始有越来越多比例的独立董事，那么董事会的学历在过去十几年来大幅度的提高，但是我们也注意到有来自其他企业的管理经验的，还有具备专业知识的，比方会计、法律、财务等等这种董事他的成员比例提升并不是很显著，也就是说我们学历提高了，但是我们商业经验特别是来自集团以外有经验的董事并没有显著的提升。

我们刚才看到官员董事占了很高的比例，我们现在看到的是比较令人吃惊的，官员董事不但占的比例很高，而且不断的在增加，这个是值得大家关注的事情，我们等一下会花一点时间谈一下。而且这种官员董事的增加不仅是仅限于国企，那么民企官员董事增加也是类似国企的态度来逐年增加，显示民企对于有官员董事的现状是增加的，另外一个特色是教授学者加入董事会特别多，那么主要他们是担任独立董事，这个多起来时间大概是2000年初，主要是因为中国的证监会需要规定每一个上市的企业必须要有三名独立董事为了迎合这个规定，很多的企业聘请教授、学者加入董事会。

很快的看过了这些数字，我们想一想，刚才这些数字反映中国企业董事会的哪一种文化？跟西方有什么不一样，有高官员比例的董事会，是不是意味着这个企业有重视关系网络的这种企业文化？有高比例的专业人士来自其他集团经验的董事是不是一种比较现代化的管理的文化？那么如果董事会有家族成员占据，是不是代表着一种家文化？在这里我要跟大家强调一下，这以上的文化跟特性没有对跟错，因为每一个企业都必须要先找到自己经营方向跟理念还有模式，来设计最适合他的董事会，不一定是官员董事很多就不好，也不一定专业人士很多就好，要量身打造，如果在法律规定许可的情况下，我很鼓励各位去思考一个问题，怎么样把董事会打造成为一个合乎企业经营理念的一个董事会，那么如何打造还要看成本跟收益，如果成本大于收益我们也没有办法做到那么理想，如果打造合乎经营理念的董事会是成本小于收益为什么大家不做。

我们来看一下关系网络跟董事会的组成，在我国商业环境里面，关系网对于企业的影响可以说很大，那么企业聘用官员建立官员关系网络，帮助企业取得垄断资金也无可厚非，但是大家也要注意：成本。那么我们以下要说明，聘请前任官员担任企业的董事，投资者对你的企业折价，他不愿意出高价买你的股票，第二个是关系网络有风险，投资人会在意这个风险，第三个是关系网络会降低公司的透明度，投资人在乎透明度的问题。

我们来看一下官员领导的上市公司是不是有助于提升公司的价值？我讲的是股价，这个是630家由地方

政府控股的企业，我们追踪他们从上市以后36个月，扣掉整体市场表现以后的平均股票超额回报率，那么比较两组公司，蓝色这条线，他的董事长或者总经理是前任官员，那么红色这条线代表的是那些企业他的董事长或者总经理并没有官员的背景，你可以看到上市之后股价的变动，这两条线差距是将近30%，蓝色这条线这些企业由官员领导的企业上市3年后他的股票超额回报率是负45%，如果你在上市的隔天投资了100块，3天后只剩下55块钱，而非官员损失只有10%左右。那么大家可以想一下为什么会这样，也就是表示大家不用看财务报表，只要看谁是领导，就可以做出比较准确的投资选择。

官员领导还有一个可能的风险，就是如果这个官员有了不法的情绪，跟官员有关的企业包括董事会里面的董事成员，或者是高管，如果跟这个官员曾经有同学、同事、同乡或者是曾经在同一个部门工作的关系，这种企业在高官落马以后平均的股票回报是下降了10%，这个风险是大家要注意的。

那么高官落马以后，我们看的是过去15年中有30个省级的官员落马的事件，我们再看跟那些官员有关联的，不是直接行贿有同事、同学、同乡、同僚的关系企业，他们的银行贷款的能力有什么变化？我们从高官落马前三年和后三年来看蓝色这条线是和官员有关系的企业，他们的贷款融资能力在高官落马前一年开始衰退，银行不借钱给他了，尤其是长期贷款。红色这条线是没有关系的，长期贷款能力的下滑程度更是惊人。那么以上的这些实证研究都是我们观察了上百、上千个企业的成果，不是个案，有参考的价值。

我们再看一个案例，上个月发生的紫金矿业(6.37, -0.22, -3.34%)，因为他发生污水泄露事件，我们看他董事会里面的结构，董事会显然为信息纰漏做最直接的责任，那我们看看董事会的成员，那么在非独立董事里面有三个官员，独立董事里面有三个官员，那么这些官员董事占董事会的比例超过半数，54%，这些官员的独立董事占所有的独立董事75%，也就是独立董事大部分都是官员，这种情况下污水渗漏这个企业跟官员之间的千丝万缕的关系再加上董事会由官员主导，那么怎么样能够达到及时有效的信息纰漏，如果可以及时真的很好，可是很难，难怪这么重要的事件延迟了很久才曝光。

我们有一些比较好的例子，比如说交通银行(6.29, 0.01, 0.16%)，虽然他的董事会里面有很多的官员，但是他同时也有许多丰富银行经验的董事，另外还有几位外籍认识担任独董，这种结构兼顾的官员独立董事中的官员比例特别低，大部分是外国人来担任，这种董事会对于投资人所发射的讯号所沟通的企业文化是跟刚才的紫金矿业是不一样的。

那么另外我也想跟大家分享我们大量的研究发现董事会建立企业诚信跟专业的平台，声誉机制是在薄弱的体制环境里面，包括中国最重要的公司治理的机制，比薪酬制度、比董事会机构、比其他教科书上的机制都来的重要。投资人愿不愿意高价买你的股票看这个企业值不值得尊敬。

良好的声誉有效降低融资成本还有交易成本，我们来看一下大学教授能不能够帮助企业建立声誉？我们的答案是廉价购得的声誉不是真正的声誉，我们的答案是大学教授收取董事费可以占他的总收入的大比例，他可以以独立董事当做他的副业，在这种情况下有了利益冲突，大学教授能不能够为企业争取声誉是值得存疑的，虽然我自己是大学教授但是我也要批评自己。那么再看教授董事他能不能够为企业带来专业化的管理还有知识呢？我们的答案也是存疑的，甚至我们答案还是否定的。

如果一个企业聘用了大量的大学教授，意味着职业经理人真正有管理经验的那些董事的空间就小了。你看一下蓝色这个线，这个方块是中国所有的上市企业包括民企，那么如果是来自高校的独董，我们就分类为蓝色这一组，红色这一组是中国的上市企业中来自高校的董事会，没有来自高校董事的企业。大家注意一下这个蓝色，如果说你聘用了大量的大学教授担任独董，那么会计专业人士等比例就相对少，

也就是说聘用大学教授为投资人带来的讯号不是你们的企业专业能力提升了，反而是专业能力下降了，那么这是一个非常重要的数据。那么提醒大家，我们如果聘请大学教授，你要聘请一个德高望重的。他最好是只在你的企业里面担任独董，有比较好的例子像深发展，你如果看独董的结构有5个人，其他的独董有丰富的银行投资经验国内外的专家。

在透明度方面，我国总体的透明度相对于邻国还有欧美是偏低的，这个是他所编制的企业不透明度指标，要如何提升企业的透明度呢？我们来看看为什么中国企业的透明度会比较低，大量的研究包括我自己的研究说明，企业的透明度低跟当地的质量有很大的关系，如果企业处在薄弱的环境，企业依赖于群组这种经营模式，企业的透明度就无法高起来。

复杂的组织结构也会造成低下的透明度，我们的企业很多都是集团企业，集团企业有很多的金字塔持股，比方说去年发生的五粮液(29.80, -0.74, -2.42%)集团发生的违法事件，第一个没有按照规定披露重大的证券投资，没有按规定披露重大的投资，第三个没有按固定披露正确的主营业务收入数据。那么为什么五粮液违规呢？从他的复杂的组织架构他不止有金字塔的控股还经营和各行各业，五粮液也做玻璃化工等等，更厉害的是这些集团关系企业之间有非常复杂的关联交易，牵扯到资金资产，那么我们不能够批评这些复杂的关联交易就是为了侵犯股东的权益，但是这些复杂的交易的确为披露带来很大的困难。

另外依赖关系的经营模式和公司的透明度也是成反比的，这个图不是中国的，我们研究泰国150大民营企业，他们之间透过子女的联姻形成严密的网络，他们之间的关系是企业成功的关键，但是这种联姻的关系所形成的无形资产是任何的会计制度无法测度的，那么这种透明度的问题，会怎么样影响企业，我们认为，而且我们的研究也发现企业的透明度越低，集资成本就越高。我们在中国看到透明度比较低，那么他的不透明的风险，也就是投资人会要求多少风险补贴，才会购买股票？这个数据是13%，也就是说一个企业的股票值10块钱的话，那么股民只愿意用8块7毛钱去买，所以董事长秘书承担了提升确保企业的披露和透明度的重要任务，我们要做什么工作，当然有一些是我们没有办法控制的，在现有制度的局限下，还有经营模式局限下，光是靠新的会计制度准则是不大的，就算是新的国际会计准则也没有用处，在国家制度准则有变化之前，我们应该鼓励企业的高管要转变企业的经营理念。

当然证监单位在企业上市的时候，不一定会侦测到这些千丝万缕的关系，但是一旦出了事情，这些事情都会放大拿出来看。大家不要以为投资人看不到这些事情，他们花钱投资，他们要做好研究工作，那么结果就算聘请了独立董事，对企业的声誉不但没有帮助还有害处。

我们刚才讲要量身打造设计董事会，在能力的范围之内，我们要想一下如何设立董事会，向投资人和利益相关者传递正面的讯号，降低交易成本跟集资成本，那么这种监管机构一刀切的原则是没有办法达到这个目的的。我们来考虑一下董事会应该有多少人，董事会的规模有大有小，小的公司董事会比较小，大的公司比较大，道理在哪里？原因是我们要关注的是董事的监督和咨询的功能，还有企业对于监督和咨询的需求，大型的企业低成长垄断性的企业，他追求速度、追求快速决策的需求比较小，但是对于稳健这个需求大，所以大型的企业有比较多的董事，而且董事会成员会比较多元化，来自各方不同层面的专家，如果是一个小的企业，高成长的企业，在对于专有讯息很敏感的企业，比方说有秘方、有研发的机密，这些企业董事会人数就不适合太多，董事会成员的组成也比较属于专业，有专有知识的董事。

我比较一下美国的沃尔玛跟天天低价，他们董事会成员是相差很大的，沃尔玛有15个人，天天低价只有5个人，不是说人多人少，好是不好，每个企业按照自己的需求来做，比较重要的是董事会的组成，我们到底需要多少的外部董事内部董事要多少，刚才分析的道理，同时可以拿来分析董事会的组成。

在外部董事方面我们分成管理人士，官员跟教授，那么管理人士的作用是为公司提供管理跟专业的知识，另外，这些在其他企业有丰富经验的管理人士也可以帮企业带来商业网络还有专业知识，那么官员呢？他可以帮助企业建立关系，特别是政府部门的关系，但是要注意到有效的控制聘用官员的成本，这是我们刚才讲到的，那么教授董事方面主要是提供声誉的职能，我们要注意在聘用教授董事的时候不能只为了满足监管的数量需求而聘用教授，我们来看一个例子沃尔玛15个人的董事会他的成员里面涵盖政治、学术、投资多元化的人才，他有4位内部董事，包括两个创始人的儿子，但是这两位儿子并不担任首席执行官，首席执行官是非家族的成员担任，那么内部董事成员还包括前任非家族的首席执行官，沃尔玛剩下的11位外部董事来自各行各业，其中六位有管理专业的董事他来自其他知名的企业，包括可口可乐的前任执行官、万豪酒店的首席执行官等等，另外有三位专业董事，他们是风险投资跟投资银行的专家，有一位是官员，他曾经担任克林顿总统内阁的成员。他们也有一位教授是哈佛商学院的退休教授，而且这位哈佛教授他只担任沃尔玛的独立董事，没有担任任何其他企业的独立董事。

我知道最近南京媒体披露了一个消息，南京某位教授兼了8个企业的独立董事，他哪有那么多时间照顾这8个企业？像沃尔玛这样以高级管理人士为主的董事会对投资人，对于沃尔玛的投资人发送的是什么样的讯息呢？投资人可能会认为这个企业复杂的运营需要多元化的有专业的董事，那么去为企业复杂，全球性的运营提供有效的咨询，而且每位董事因为他们过去卓越的声誉也使沃尔玛的决策更得到投资人的信服。

现在是一个比较小的企业，天天低价在西雅图，那么他的员工只有700个人，董事会成员只有5个人，这5个人里面只有一个是高管，他怎么选的四个外部董事呢？是各方面的专家。包括投资专家，包括商务培训机构的首席执行官，包括电信产品公司的财务官看来他们这些外部董事为天天低价提供专业性的咨询还有监督，提高董事会的决策效率，只有5个人做决策很快。所以很快的看完了有关于董事会的设置跟企业透明度的问题。

我们总结今天的讨论，我们现在的体制环境还在转轨的阶段，董事会的建设呢是任重道远的，他要改革是困难的，但是往正确的方向走是重要的，那什么是正确的方向，我们要强调每个企业不一样，你要按照你自己的经营理念跟经营方向去设计符合自己经营理念跟文化的董事会，企业应该要按照自身的需求跟特性，当然前提是必须要合乎法律的规定，那我们平衡每项选择的成本跟收益，盲目的合规对于企业带来的只是重大的成本，他的效果从我们刚才大量的实政研究里面可以看到，投资人很清楚的看到企业公司治理的质量，反映在董事会，反映在披露里面，也会反映在他们对股票价值的认知。虽然我们不能够证明董事会可以增加企业的价值，透明度可以增加企业的价值，但是我们可以知道董事会跟透明度他可以增加企业的信誉，他是一种讯号效果，最终多做是有益的，今天我就讲到这里，我们希望会后还有时间多讨论，谢谢各位。

文章来源：<http://finance.sina.com.cn/hy/20100814/13588482247.shtml>