



香港樹仁學院

中國經濟改革與上市公司治理

林天恩 潘志昌
會計系 經濟系

香港樹仁學院
2005年10月

經濟學系

Working Paper Series

**Economics Department
Hong Kong Shue Yan College**

中國經濟改革與上市公司治理

林天恩 潘志昌
會計系 經濟系
香港樹仁學院
2005 年 10 月

(一) 導論

證券市場一方面讓資金不足者直接(毋須經過銀行)由資金剩餘者手中取得所需的資金，同時在另一方面，讓小儲蓄者在除銀行存款以外，多一種具有流動性、安全性、以及有收益性的金融資產之選擇。另外，一個健全的證券市場可以透過市場機能，提高資金的配置效率和社會生產力，有助於促進經濟成長。無疑，證券市場是現代市場經濟的重要組成部分，是資源配置的最重要的場所之一；為了適應社會主義市場經濟發展的需要，建立起與之相配合的資本市場是十分迫切的任務。

中國的企業股份制試點工作起步於 1983 年，主要是部分集體所有制企業進行股份化改造和許多小型集體企業與鄉鎮企業在信貸緊縮的情況下以“以資代勞、以勞代資”的形式籌集資金。例如 1983 年深圳寶安縣聯合投資公司，1984 年北京天橋股份有限公司，和 1995 年 1 月上海延中實業股份有限公司，都是當時比較有規範的公開發行股票之股份制企業(蕭灼基 1996，頁 18)。從 90 年代初期開始由於國企的改革，越來越多聯營企業、股份制企業和民營企業成立，增加了上市集資的需求。為順應這個發展趨勢，1990 年 12 月 19 日，中國的第一間證券交易所正式在深圳成立；半年之後，上海證券交易所也於 1991 年 7 月 3 日正式成立。連同 1992 年成立，負責監管股票集資和運作的中國證券監督管理委員會(以下簡稱中國證監會)、1994 年 7 月 1 日施行的《中華人民共和國公司法》(以下簡稱《公司法》)和 1999 年 7 月 1 日施行的《中華人民共和國證券法》(以下簡稱《證券法》)，形成了目前證券市場的制度框架。2005 年 6 月底，包括在深圳證券交易所上市的 542 間上市公司(總股票市值 9 千 4 百億人民幣)和上海證券交易所上市的 839 間上市公司(總股票市值 2 萬 3 千億人民幣)，中國內地共有 1381 間上市公司，總股票市值超過 3 萬 2 千億人民幣，可見中國股票市場的發展已漸趨成熟。

中國在 2001 年 12 月 11 日加入世界貿易組織後，按 CLII 細目單規定¹允許外國證券公司毋須透過中國的仲介機構便可以直接參與 B 股業務，他們亦可以在出資不超過 33% 的條件下成立合資企業，從事本地證券投資基金管理業務；在 2004 年底再把出資上限提高至 49%，並且進一步允許他們成立出資不超過 33% 的合資企業，毋須透過中國的仲介機構，參與 A 股的包銷、包銷及買賣 B 股與 H 股、包銷及買賣國債券與企業債券等業務。看來，隨著市場經濟發展的逐步深化，中國資本市場全面開放是無可避免的事實。雖然中國政府近年在優化金融市場無論在立法、監管、以及投資者教育方面都做了很多功

¹ 詳細條款可參閱 Addendum, Report of the Working Party on the Accession of China, Schedule CLII – The People's Republic of China, Part II – Schedule of Specific Commitments on Services, List of Article II MFN Exemptions, http://www.wto.org/english/thewto_e/acc_e/completeacc_e.htm#chn

夫，但對上市公司治理（或稱公司管治 Corporate Governance）方面還有需要改善的地方。本文之目的就是針對上市公司治理這個課題，綜合了學者們的意見，並借鑒西方發達國家的上市公司治理模式，希望可以歸納出一些對改善中國內地上市公司治理的建議。

（二）中國的上市公司治理

（1）中國股票市場的概況

在證券市場發展的初期，政府當局和市場制度在協調方面還存在著不少問題，而其中最明顯的例子就是國家對市場干預較多而忽略了資本市場運行的規律。直至《證券法》頒佈以後才徹底改變了證券產業的結構，形成了一個由法律規範、政府指導和市場供需所組成的市場機制。目前中國證券市場的參與者包括上市公司、債券發行主體、股票投資者、及基金管理公司。上市公司是指為籌措資金而向公眾發行股票的股份有限公司（公司股本總額不少於人民幣五千萬元）；債券發行主體主要包括中央政府、公司、銀行及非銀行金融機構；證券投資者是證券市場的資金供給者，他們主要分為機構投資者和個人投資者兩大類；基金管理公司是負責基金具體投資操作和日常管理的機構。由於本文是研究上市公司的治理問題，物件主要是上市公司和股票投資者（即股東），所以我們將會集中討論股票市場。

中國內地上市公司發行的股票分為 A、B、和 H 股：A 股，即人民幣普通股，是由中國內地上市公司發行，供境內機構、組織或個人（不含台、港、澳投資者）以人民幣認購和交易的普通股股票；B 股，即人民幣特種股票，是以人民幣標明流通面值，以外幣（美元）認購和交易的特種股股票；至於 H 股則是在中國內地註冊成立的公司在香港聯合交易所上市（有少數是在美國，新加坡和倫敦等國家的證券交易所上市²）的公司股份。資料顯示，2005 年 6 月底共有 112 只 H 股在香港上市，包括了 75 間在香港主板和 37 間在創業板上市。僅在這上半年便有 4 間 H 股在香港上市集資，規模比較大的有中國神華能源和中國交通銀行，前者共集資 229 億港元（包括香港市場 17 億和國際市場的 212 億），後者則集資 146 億港元（包括了香港市場的 29 億和國際市場的 117 億）³，可見香港已成為中國內地公司從海外籌集資金的重要基地。另外，在股票的市盈率方面，雖然歷年的波動頗大，但趨勢是向下降；以上海證券交易所的股票為例，月末平均市盈率⁴已明顯地由 2000 年 6 月的 54.04 下降到 2005 年的 6 月的 15.94⁵，表示中國上市企業的營利能力對股票投資者越來越具吸引力。

另外，由於大部份上市公司都是由國企蛻變出來，國家當然成為這些企業最大的控股股

² 參考中國證監會的網頁：http://www.csrc.gov.cn/cn/tongjiku/report/200505/e/8070303M200505_1.htm 在海外市場上市的 H 股計美國有 13 間，倫敦有 3 間 和新加坡有 2 間。

³ 香港交易所資料 <http://www.hkex.com.hk/listing/newlist/2005.XLS>

⁴
$$\text{平均市盈率} = \frac{\sum \text{股票總市值}}{\sum \text{股票總收益}}$$

⁵ 參閱上海證券交易所之“歷史各月成交概況查詢”
http://www.sse.com.cn/sseportal/webapp/datapresent/SSEQueryTradingByProdTypeAct?prodType=9&searchDate=&tab_flag=1

東。股權分置這個歷史遺留下來的制度性缺陷，在諸多方面制約著中國資本市場的規範發展和國有資產管理體制的根本性變革；而且，這一問題隨著新股發行上市不斷積累，對資本市場改革開放和穩定發展的不利影響也日益突出。資料顯示，截至 2004 年底，在上市公司總股本 7149 億股中，非流通股份有 4543 億股，占上市公司總股本的 64%，國有股份在非流通股份中占 74%（即占上市公司總股本的 47.36%）。這個局面不但帶來了股票市場定價機制的扭曲，並且由於非流通股股東的利益關注點偏向於資產淨值的增減（屬長線投資目標），而流通股股東的利益關注點卻偏向於二級市場的股價波動（屬短線投機目標），導致公司治理缺乏共同利益基礎。雖然目前為了落實國務院之推進資本市場改革開放和完善公司治理結構的政策方針，中國證監會正在積極啟動股權分置改革⁶ 試點工作，但作為資本市場的一項基本制度改革，相信需要一段長時間和克服很多障礙才能完成。

(2) 上市公司的內部管治和外部監管

1. 內部管治

經理是主持上市公司的生產經營管理工作，他是對董事會負責。目前中國是採用董事會，監事會，和股東大會的三層架構來監控上市公司的運作。根據《公司法（2004 年修正）》，股東大會是公司的權力機構，其職權主要包括決定公司的經營方針和投資計畫，選舉和更換董事，選舉和更換股東代表出任的監事，以及對企業的重要決定有最後的審批；股東出席股東大會，所持每一股份有一表決權（包括現場投票、委託獨立董事投票、和網路投票）。董事會主要是負責執行股東大會的決議，決定公司的經營計畫和投資方案，以及聘任或者解聘公司經理、副經理、以及財務負責人。而監事會是由股東代表和適當比例的公司職工代表組成，職責主要是檢查公司的財務和負責監察董事會和經理的工作。由於中國的上市公司制度只有短短十多年的歷史，所以大股東和企業內部管理層操控企業決策權的現象仍然非常之普遍。

2. 外部監管

中國證監會是依據《公司法》和《證券法》監管證券市場的最高部門。在公司發行階段，制訂和完善股票發行核准標準、規則、程式和發行審核委員會條例，受理發行申請，委託發行審核委員會對擬發行股票或債券的公司進行審查，並依據發審委意見對發行人申請進行審查作出核准與不核准的決定。在交易階段，監管相關市場主體行為，查處違法違規行為。在退市階段，依法制訂、實施和監督有關退市的規範，作出公司是否退市的決定，監督相關主體進行風險提示。總體來說，證券監管的目的是保護投資者，保證市場公正、有效和透明、以及減少系統性風險。中國證監會的監管手段主要有法律手段、經濟手段和行政手段；目前對違法違規行為已實施具體處罰措施包括公開譴責、暫停交易、經濟處罰以及移送司法機關。

⁶ 股權分置是指上市公司的一部分股份上市流通，一部分股份暫不上市流通，這一情況也為我國股市所獨有。到了股權分置全部落實之後，中國內地 A 股市場的上市公司內部普遍形成了“兩種不同性質的股票”（非流通股和社會流通股），這兩類股票形成了“不同股不同價不同權”的市場制度與結構。

詳情可參看國務院《關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見》，國發[2004]3 號。

(3) 保障投資者

資料顯示，2003 年在上海證券交易所和深圳證券交易所股票投資者所開戶數目約達七千萬戶⁷。眾多的證券投資者保證了證券的發行和交易的連續性，也活躍了證券市場的交易；但若上市公司因經營不善或出現欺詐行為而令到股價下挫甚至公司破產清盤，對整體經濟所產生的負面影響就會很大。因此之故，國家和證券業界越來越重視投資者的保障。與西方先進國家成熟市場相比，中國內地股票市場投資者的的重要特徵是參與的個體廣泛，中小投資者眾多，而且新參與者數量增長迅速；所以，一般所謂保障投資者，是強調保障社會公眾股股東(或稱股民)。

中國內地主要是透過國家立法、國務院證券管理部門發佈指導檔、以及投資者教育來保護投資者的合法權益。但是投資者在享受市場監管機制給予的合法權益保障的同時，如果他們沒有正確地意識到自己應負的責任，這不僅會影響投資回報，也會對市場的規範運作及穩定，產生不良影響。所以，國家正努力透過各種途徑去勸喻股民認真閱讀股票發行上市的公開披露資訊⁸、對發行公司股票投資價值作分析、以及積極參加股東大會，行使股東權利，參與公司治理等方式來維護其本身的合法權益。

(三) 理想的董事會模式

在現代市場經濟條件下，由於生產要素的所有權與控制權相分離，出現了現代經濟學稱為代理人的問題 (Principal-agent problem)。這種問題無處不在，如政府與人民之間的關係，社團幹事會與社員之間的關係，公司股東與董事之間的關係，股東與管理層之間的關係，投資者與基金公司之間的關係等等。我們知道，上市公司的管理者⁹所追求的是短期業績表現和利潤增長，而擁有者(股東)所追求的是企業的穩定持續增長；在委託代理理論 (Agency theory) 中，由於公司的擁有權和管理權是分開的，管理者和股東的利益目標又不是完全一致，管理者有時可能會不惜損害小股東的法定權益，而作出對自己有利的決策 (Fama and Jensen, 1983)。面對這樣的“代理人的問題”，上市企業應有一套有效的控制機制來制衡管理者的利己行為，董事會便是一般常見的內部監控機制。

一個有效能的董事會不一定可以令一間公司的業務穩定發展，但一個無能的董事會卻往往會令公司走上倒閉之路。如果管理者的不法或不誠信之經營行為沒有被制約，最終的

⁷ 投資者 2003 年 2 月底在上海證券交易所開戶數為 3566.97 萬戶；2003 年底在深圳證券交易所開戶數為 3381.15 萬戶。詳細資料可問覽：

<http://www.sse.com.cn/sseportal/webapp/datapresent/MarketViewAct?reportName=NumberOfListing> 和

<http://www.sse.com.cn/sseportal/webapp/datapresent/MarketViewAct?reportName=NumberOfListing>

⁸ 目前，股份公司公開發行股票除了應在相關官方網站、指定媒體如三大證券報公開披露相關資訊。

⁹ 上市公司的管理者包括公司的董事、監事、經理、和副經理(或者其他高級管理人員)。

受害者將會是公司的股東、員工及債權人。市場人士和學者們都很努力地去尋找一套理想的董事會模式，可惜直到現在為止，這套模式尚未出現。雖然如此，在眾多的董事會特色中，有關它的規模、組織、以及總經理兼任董事長等三方面，已累積了較多研究成果，以下我們會分別作出詳細的討論。

(1) 董事會的最佳規模

一般認為規模大的董事會是比較有效能，因為董事人數多可包含了不同專業和具經驗的人才，故可提高董事會的決策和監管效能。但亦有不少學者卻認為規模小的董事會也有其好處：詹生（Jensen，1993）指出，規模過大的董事會往往較難溝通和統籌決策，這些缺點往往會蓋過了它的優點；黑格斯（Higgs，2003）亦認為規模較小的董事會能令個別董事更負起個人責任和減少了乘順風車的人；約麥克（Yermack，1996）的研究更證實規模較小的董事會是較有效率和能夠增加企業的財務表現和市場價值。另外，希生柏格（Eisenberg et al., 1998）和安圖士（Andres et al., 2005）都認為較小的董事會對公司的盈利和股價都有正面的影響。為方便比較，表一列舉了中國內地、香港、及一些主要西方先進工業國家的董事會模式。在表中，我們發現兩個特點：第一是西方先進工業國家的平均董事會規模有很大的差異，由澳大利亞和英國的少於 7 人至德國的多達 15 人；第二是外部董事的比例亦有較大的差別，由英國的 50%至法國的 81%。美國的上市公司有較大規模的董事會，它的平均董事人數達 13 人，較澳大利亞和英國的平均 7 名董事多一倍。

表一 上市公司董事會結構的國際比較

國家/地區	董事會平均人數	外部董事 ¹⁰ 占董事會人數百分比	法律規定獨立董事人數	資料來源
中國內地	9.9	80%	占董事會人數 1/3	中國董事會網，2004/ China Securities Regulatory Commission, 2001a
香港	11	45%	3	Kothuis et al. 2002/ HK Stock Exchange, 2005
澳大利亞	6.6	75%	占董事會人數 大多數	Kiel et. al., 2003/ Tenev and Zhang, 2002
英國	6.7 ¹¹	50%	占董事會人數 半數	Higgs Report 2003/ Financial Reporting Council, 2003
美國	12.74	79%	占董事會人數 大多數	Andres et al. 2005/ The IIA Research Foundation, 2004
加拿大	12.34	74%	占董事會人數	Andres et al. 2005/ Toronto Stock

¹⁰ 外部董事泛指那些在公司沒有職責的董事，但他們可能與公司有著利益的關聯，故他們不一定有其獨立性。

¹¹ Higgs (2003) 的分析顯示大的上市公司的董事會較大，反映大公司的 FTSE 100 的平均董事會規模是 11.5，而整體平均規模是 6.7。

			大多數	Exchange 2004
法國	12.93	81%	占董事會人數 半數	Andres et al. 2005/ Bouton Report, 2003
德國	15.06	60%	占董事會人數 半數	Andres et al. 2005/ German Corporate Governance Code 2005

由於《公司法》的規定，中國董事會的人數必須維持在 5 至 19 人之間。從表二可見，中國內地上市公司的平均董事人數由 2001 年的 9.4 人輕微上升至 2004 年的 9.9 人，根據詹生 (Jensen, 1993) 認為有效率的董事會應該維持在平均 7-8 人左右作之準則，中國內地董事會的規模尚算適中。另外，在 2004 年，人數為 9 人的董事會超過 44% (2001 年只有 28%)，接近 90% 的董事會是在 7-13 人之間，而人數少於 7 或大過 13 人只有全部董事會的 10.9%，可見中國內地上市公司董事會的人數分佈尚算集中。一般而言，公司的規模越大董事會的規模也越大。在 2002 年，5 億人民幣以下資產的公司平均董事人數為 9.3 人 (少於整體平均人數的 9.9 人)，但 50 億人民幣以上資產的公司則有 11.3 人 (高於整體平均人數)¹²。這些分佈狀況，與西方先進工業國家頗為一致：譬如說，在英國那些列在金融時報 100 指數 (FTSE 100 index) 中的大上市公司，他們的平均董事人數是 11.5 人，但小型公司祇有 6 人 (Higgs, 2003)。

表二 中國上市公司董事會人數之百分比分佈

年度	平均人數	9	7 ≤ 11	7 ≤ 13
2001	9.4	28.2%	77.4%	86.5%
2002	9.9	32.4%	77.7%	90.7%
2004	9.9	44.3%	77.6%	89.1%

資料來源：中國董事會網，2004

(2) 董事會的組成

按照《公司法》第 83 條規定，以募集設立方式設立股份有限公司的，發起人認購的股份不得少於公司股份總數的 35%，其餘股份應當向社會公開募集；第 151 條規定，上市公司股本總額超過人民幣四億元的，其向社會公開發行股份的比例為 15% 以上。再把上文第二章第一節中國有股份占上市公司總股本的 47% 以上的估計考慮在內，我們可以推斷，一般社會公眾股股東由於持股量少和分散，他們是很難有機會被選入董事會的。所以中國證監會為保障社會公眾股股東的合法權益，特別強調獨立董事在董事會的角色。在深入討論獨立董事以前，我們可以先從表三中瞭解上市公司董事的分類。

表三 董事的分類

董事會構成	與公司關係
內部董事 (Inside director)	在公司裏有職位，亦稱為執行董事 (Executive director)

¹² 中國董事會網，2004

外部董事 (Outside director)	有關聯 ¹³ 的外部董事 (affiliated outside director)，或稱非執行董事 (Non-executive director)
	無關聯的外部董事 (Non-affiliated outside director)，或稱獨立董事 (Independent director)

外部董事往往被誤看為獨立董事，其實外部董事泛指那些在企業裏沒有管理職位，但他們可能是前雇員，大股東或與企業有生意往來的董事；所以外部董事不一定是獨立的。所謂獨立董事是指那些不是公司前雇員¹⁴和大股東，也不是那些與公司有生意或利益往來的董事；他們是上市公司的獨立非執行董事 (independent non-executive directors)。委託代理理論 (Agency theory) 認為獨立董事比其他董事較能對上市公司的管理層起監管作用，故外部董事的比例越多越好。華瑪 (Fama, 1980) 強調董事會應包含獨立董事，指出它能增加企業的經濟表現；換言之，一個佔有大比例獨立董事的董事會是最有效能和能增加企業的經濟回報。

近年國內和國際社會裏發生了一連串的企業醜聞，促使了各地政府和市場執法者明白到市場法規和公司治理的重要性。為了改善企業治理和董事會的效能，中國證監會於 2001 年 1 月 7 日發佈了《上市公司治理準則》和同年 8 月 16 日的《關於上市公司建立獨立董事制度的指導意見》，在上市公司引入獨立董事制度。而且在《指導意見》中，規定上市公司在 2002 年 6 月 30 日前，董事會成員中，至少包括二名獨立董事，及在 2003 年 6 月 30 日前董事會成員當中至少包含了三分之一的獨立董事。結果，中國上市公司獨立董事占董事會總人數比率已由 1999 年的 3% 大幅躍升到 2004 年的 32.49% (見表四)。

表四 歷年中國上市公司獨立董事占董事會總人數的比率

年度	獨立董事比率 (%)
1999	3%
2001	7%
2002	23.3%
2004	32.5%

資料來源: Tenev et al., 2002; 中國董事會網，2004

中國證監會的《指導意見》對獨立董事有很明確的規定，其內容主要包括：(1) 不能是上市公司或者其附屬企業任職的人員及其直系親屬和主要社會關係；(2) 不能直接或間接持有上市公司已發行股份 1% 以上或者前十名股東；(3) 不能在直接或間接持有上市公司已發行股份 5% 以上的股東單位或者前五名股東單位任職的人員及其直系親屬；(4) 亦不能在最近一年內有以上的關係；(5) 不能為上市公司或者其附屬企業提供財務、會計、諮詢等服務的人員，(6) 不是公司章程規定的其他人員和 (7) 亦不是中國證監會認定的其他人員。換言之，獨立董事是要與公司沒有密切的關係，才能發揮其監察的效能。中國證監會的獨立董事條件與其他地區基本沒有太大的分別，只是前雇員的一年過度期較國外的規定為寬鬆，香港需要二年，美國需要三年，而英國則需要 5 年的過度期。

¹³ 關聯泛指是前雇員，大股東，有生意往來。

¹⁴ 在某些條件下，不同地方的市場法規或上市條例是准許前雇員擔任獨立董事的。

上述分析已可以看出在獨立董事的人數上，中國上市公司的確已作出了明顯的改善，但他們的品質又如何呢？根據《上海證券報》在 2004 年對中國上市公司獨立董事的抽樣調查¹⁵發現了四個普遍現象：首先是有超過 36%的獨立董事是由第一大股東提名的，這難免使人對其獨立性有所懷疑；第二是約 44%的獨立董事是來自高校或科研院所，這可能是在建立獨立董事制度的初期難以找到合資格人選的原故而多邀請學者加入董事會，可是他們大多缺乏市場感又或者不能投入足夠的精力和時間去瞭解上市公司的生產經營和運作情況和監督公司的運作，他們是否稱職是被質疑的；第三，如表五所示，中國上市公司獨立董事的平均(中位數)年齡是 42.2 歲，而 50 歲或以上者只占總數的 39%，比國際水準較為年輕，這反映出其實際經驗不足的可能性¹⁶；最後，只有 73.8%的中國上市公司裏有一名會計專業背景的獨立董事¹⁷，由此可見中國上市公司暫時尚難以達到中國證監會在《指導意見》中所提出之“在 2003 年 6 月 30 日前董事會的獨立董事成員當中至少包含一個會計專業人士”的要求。

表五 2004 年中國上市公司董事年齡分佈

	40 歲或以下	40 - 49 歲	50 - 59 歲	60 歲或以上
占董事會總人數的百分比 (%)	19.8	41.2	28.3	10.7

資料來源：中國董事會網，2004

雖然委託代理理論肯定了獨立董事有助監督公司的運作和保護股東的合法權益，世界各地的市場執法者亦紛紛將獨立董事的要求加入上市條例裏。但在這方面的實證研究卻沒有一致的結果：有些學者 (Schellenger et al., 1989; Rhoades et al., 2000) 發現獨立董事和公司財務表現的關係是正向的，但另一些學者 (Daily and Dalton, 1992; Dalton et al., 1998; Andres et al., 2005) 則找不到任何相關或甚至反向關係 (Bhagat and Black, 2002)。

(3) 總經理兼任董事長的問題

是否董事長(即董事會主席)適宜兼任總經理是另一個受關注的公司治理問題。總經理是負責執行公司的政策和日常的管理和運作，董事長則負責制定公司的重要政策和監督管理層的行為和表現。兩者的工作各不相同，董事長的存在可制衡總經理和管理層的利己和損害股東的行為，倘若兩者的職責集中於一人身上，則這種制衡的機制便會大打折扣了(Fama and Jensen, 1983; Finkelstein and D'Aleni, 1994)。詹生 (Jensen, 1993) 亦認為兩職由一人兼任會削弱了董事會的有效監督工作。英國的黑格斯 (Higgs, 2003) 也強調兩者職責是有分開的必要性。另外，在他的研究報告裏就提及這問題：在歐洲國家裏的上市公司，很多都是兩職分開的，英國就有 90%的上市公司是這樣做的；但是，只有

¹⁵ 可參考 http://www.dongshihui.net/Article_Show.asp?ArticleID=1187

¹⁶ 英國的大型上市公司 (FTSE 100) 的非執行董事平均年齡是 59 歲和有 40% 在 60 歲以上 (Higgs, 2003)，相對年紀較長和實際經驗較豐富。

¹⁷ 中國董事會網，2004。

20%的美國上市公司是兩職分開的。中國的上市公司在這方面也算不錯的，兩職分開的上市公司由 1999 年的 79% (Tenev et al., 2002) 增加至 2002 年的 88% (中國董事會網, 2004)。

域拿和多頓 (Rechner and Dalton, 1991) 發現美國《財富雜誌 (Fortune)》500 間公司裏，兩職分開的公司有較好的財務表現；帝尼和多頓 (Daily and Dalton, 1992) 則找不到兩職分與否和公司表現有任何關係；相反地，當努遜和帝域斯 (Donaldson and Davis, 1991) 則發現兩職合併與公司表現是正向關係的；但 波爾特 (Boyd, 1995) 的美國公司實證則認為在不同的環境和情況裏會有不同的需求，他認為兩職合併是較適合那些資源較缺乏和競爭環境複雜的公司，這樣的公司是需要一個能作出迅速決策和有權力落實決策的公司領導人，那麼兩職合併會有更佳的效果。

綜合以上討論，雖然很多地區的市場都同意兩職分開的重要性，但在這方面的實證研究並沒有取得一致的看法，因此各地的立法機關都不大願意把總經理與董事長兩職分開的規定寫入法律或上市條例裏，譬如《公司法》第 120 條准許公司董事會可以決定，由董事會成員兼任經理。

(四) 上市公司的欺詐與不法行為

(1) 詐騙醜聞

因上市公司的制度缺陷與管理缺陷而造成上市公司控股股東及實際控制人出現欺詐與不法行為，直接受害者當然是社會公眾股股東，但間接會嚴重影響整個資本市場的穩定與發展。上市公司罪行可發生於任何時間和地方，近期的美國企業詐騙便轟動了全球，所涉及企業的數目之大和金額之鉅，更是駭人；而這些詐騙主角更是美國知名的大上市公司如「安然」(Enron) 和 世界通訊 (WorldCom) (即現在的 MCI)：「安然」的股價從 2000 年的 90 美元下跌至 2001 年 12 月申請破產前的 50 美仙 (Steiner & Steiner, 2003)。結果，大量的員工被解雇，而那筆投資于「安然」股票裏的員工退休金(占基金總額超過四成)亦化為烏有 (Psaros & Seamer, 2002)；而 WorldCom 亦把員工由 8 萬人大幅裁至 5 萬 5 千人 (Neumeister, 2003)。

與此同時，中國內地上市公司亦同樣發生了一連串的詐騙醜聞。例如 2001 年曾被諷喻為「中國 Enron」(Shi and Weisert, 2002) 的廣廈(銀川)和 2002 年的歐亞農業等事件就是其中最觸目的個案。在廣廈(銀川)個案中，企業在 1999 年及 2000 年裏共虛報了七億四千五百萬和五億六千七百萬人民幣的盈餘；歐亞農業則報稱在香港上市前三年內有廿一億人民幣的營業額，但實際只有少於一億元 (The Expert Group, 2003, p.41)。另外，根據中國證券監督管理委員會在對某些上市公司進行了現場核查後，於 2004 年 1 月至 2005 年 6 月期間內下發的整改通知¹⁸，我們可歸納出一些中國內地上市公司在治理方面通常出現的毛病是：公司資訊披露與事實不符、重大委託理財事項沒有及時披露、佔用公司資金、公司銀行存款存在以個人名義存儲、公司將資金借給職工個人、向股東及其關聯方以外的法人提供超額擔保、以及會計處理方法不正確等。

¹⁸ 參閱《證券時報》，2004 年 1 月 16 日、2005 年 4 月 15 日、及 2005 年 6 月 29 日。

我們明白，上市公司控股股東及實際控制人應該對上市公司和社會公眾股股東負有誠信義務；而履行誠信義務，是證券市場各參與主體維護證券市場健康發展和實現自身價值最大化的精髓。遺憾的是，中國內地股票市場中的失信行為頻繁發生，一方面，不僅給投資者造成很大損失，直接引發了一系列問題，大大提高了市場交易的成本，降低了交易效率和市場活力。另一方面，由於失信企業佔用大量的社會資源，但卻無法通過市場的力量使其退出，從而直接影響甚至危害到真正有實力、有信譽的企業得到進一步發展所需的寶貴資源，造成資源配置效率下降。

(2) 安然 (Enron) 的啟示

「安然」以前是一間美國能源公司，曾經是美國第七大上市公司，年收入超過一千億美元和在全球有超過二萬員工(美國參議院調查報告書，2002)，它曾在美國市場上叱吒風雲。可惜由於公司高級管理層的會計作假欺詐地隱瞞了大量債務，迫使它在 2001 年底申請破產。

跟其他美國上市公司一樣，「安然」有一個大規模的董事會和大比例的外部董事，在其 2000 年的董事會裏共有 17 名董事，當中有 15 名來自世界各地的外部董事，他們有退休大學會計教授和美國著名商學院院長，大部份畢業于著名商學院和法律學院，他們本身亦是擁有豐富商業經驗的上市公司總經理或董事長 (Zandstra, 2002)，究竟是甚么地方出錯才弄致「安然」的倒閉呢？是否內部監督機制出了問題？總的來說，主要原因有二：第一是審計師沒有做好他們的工作去保障投資者，第二是外部董事與「安然」有著太多的利益關聯和他們實在太忙。審計師的問題不在這裏說了。「安然」的 15 名外部董事亦同時兼任著 130 個其他公司的董事，加上有些外部董事是在海外的，試問誰能夠有這麼多時間可以全神貫注去監督「安然」的運作；於是，董事會便變成像那些定時聚會的舊生會或有錢人俱樂部一樣，祇重社交而少談業務。另外，大部份外部董事獨立性不強，他們與公司有著利益的關係，以致獨立的監管度不足。美國參議院 (United States Senate) 的調查委員會就曾在其調查報告說「安然」的外部董事並沒有做好他們應做的工作，這些外部董事的失職 (包括道德嚴重缺失) 是導致「安然」倒閉的主因。

「安然」的個案並沒有否定董事會和獨立董事的監督功能，美國參議院調查委員會的報告(2002) 反而說得很清楚，問題是出於外部董事缺乏獨立性和他們沒有履行董事應有的道德責任：即是說，接受了董事的委任，應全力以赴去監督公司的運作。為針對這些問題，美國政府迅速地頒發了 Sarbanes-Oxley Act 2002；另外，紐約交易所亦作出了明確的要求，規定董事會需要有超過半數的獨立董事和收緊了獨立董事的資格，並規定他們不能與公司有重大的關聯和不能在過去 3 年內曾任職於該公司裏 (New York Stock Exchange, 2004)。

「安然」倒閉的經驗告訴我們審計制度和獨立董事的質素是保證上市公司良好治理的必要條件。由於稽核和監察人員的質素是不易衡量亦難於監管，因此除了立法機構在這方面要有清晰的條例和指引，以及監管部門勤於視察以外，公司董事的誠信和股東們的監察也是非常重要的。

(五) 結論

上述的欺詐和不法行為通常被歸咎于不健全的公司治理和不完善的市場法規。基於董事的質素比數量更難於比較和分析，因此造成在研究不同形式董事會（包括了董事會的規模和構成，總經理和董事長兩職兼任的問題）對上市公司治理的成效方面，無法取得一致實證結果的原因。即是說，直到現在為止，市場人士和學者們還沒有找到一個被公認為最理想的董事會模式。在過去 15 年間，中國的上市公司治理在國家和市場參與者的共識之下，有關董事會成員人數的規定、增加獨立董事的人數、以及保障投資者方面已作出了顯著的進步，這是有目共睹的；雖然如此，要提高中國內地上市公司的有效治理水準，無論國家或市場參與者還有不少地方是有待加強的。

在規範上市公司運作方面，我們建議：減低一股獨大、規範控股股東行為、增加獨立董事的比率和獨立性、以及改聘多些有商業經驗的獨立董事。在財務方面，我們建議：規範公司財務管理和會計核算、改進公開披露文件¹⁹的品質和增加定期報告次數、以及增強董事會成員的風險意識。在保障社會公眾股股東方面，我們建議：加強股票投資者教育和權益保障、建立小股東代表制度、以及籌集股票投資者保護基金。除此以外，由於誠信和規則，是維護證券市場秩序的兩個大前提，公司董事會應該要努力塑造自律、規範、誠信的公司形象。

參考文獻

[1] Andres, P. d., Azofra, V. and Lopez, F., 2005, 'Corporate Boards in OECD countries: size, composition, functioning and effectiveness', *Corporate Governance*, 13(2), pp.197-210.

[2] Bhagat, S. and Black, B., 2002, 'The Non-Correlation Between Board Independence and Long-term Performance', *The Journal Of Corporation Law*, Winter, pp.231-273.

[3] Bouton, D. M., 2003, *The Bouton Report*, France.

[4] Boyd, B. K., 1995, 'CEO duality and firm performance: A contingency model', *Strategic Management Journal*, 16, pp.301-312.

[5] China Securities Regulatory Commission 2001a, *Code of Corporate Governance for Listed Companies in China*, State Economic and Trade Commission, 7 January.

[6] China Securities Regulatory Commission 2001b, *Guidelines for Introducing Independent Directors to the Board of Directors of Listed Companies*, State Economic and Trade Commission, 16 August.

[7] Daily, C. M. and Dalton, D. R., 1992, 'The Relationship Between Governance Structure and Corporate Performance in Entrepreneurial Firms', *Journal of Business Venturing*, 7(5),

¹⁹ 公開披露的檔包括：(1) 招股說明書；(2) 上市公告書；(3) 配股說明書；(4) 公司債券募集說明書；(5) 定期報告，包括年度報告和中期報告；(6) 臨時報告。

pp.375-386.

[8] Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E. and Johnson, J. L., 1998, 'Meta-Analytic Reviews Of Board Composition, Leadership Structure, And Financial Performance' , Strategic Management Journal, 19, pp.269-290.

[9] Donaldson, L. and Davis, J. H., 1991, 'Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns' , Australian Journal of Management, 16, pp.49-64.

[10] Eisenberg, T., Sundgren, S. and Wells, M. T., 1998, 'Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms', Journal of Financial Economics, 48, pp.35-54.

[11] Fama, E. F., 1980, 'Agency problems and theory of the firm', Journal of Political Economy, 88(2), pp.288-307.

[12] Fama, E. F. and Jensen, M. C., 1983, 'Separation of ownership and control' , Journal of Law and Economics, XXVI, pp.301-325.

[13] Financial Reporting Council 2003, The Combined Code, UK, July.

[14] Finkelstein, S. and D' Aveni, R. A., 1994, 'CEO Duality as a Double-edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command' , Academy of Management Journal, 37(5), pp.1079-1108.

[15] Higgs, D., 2003, Review of the role and effectiveness of non-executive directors, The Department of Trade and Industry, United Kingdom, January.

[16] Hong Kong Stock Exchange 2005, Listing Rules (Main Board), Hong Kong.

[17] Jensen, M. C., 1993, 'The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems' , Journal of Finance, 48(3), pp.831-880.

[18] Kiel, G. C. and Nicholson, G. J., 2003, 'Board Composition and Corporate Performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance' , Corporate Governance, 11(3), pp.189-205.

[19] Kothuis, H. Falso, T. and Wong, F., 2002, Director Remuneration & Corporate Governance in Hong Kong: An Analysis of Main Board Listed Companies, Watson Wyatt Worldwide, Hong Kong.

[20] Neumeister, L., 2003, ' WorldCom Agrees to \$500M Fraud Settlement', Associated Press, 20 May. In Smartpros.com <<http://accounting.smartpros.com/x38316.xml>>

[21] New York Stock Exchange 2004, Section 303A Corporate Governance Listing Standards,

USA.

[22] Permanent Subcommittee on Investigations. 2002, *The Role of the Board of Directors on Enron's Collapse*, Committee on Governmental Affairs. United States Senate. 8 July.

[23] Psaros, J. and Seamer, M., 2002, *Corporate Governance Report*, Horwath (NSW) Pty Limited, Sydney.

[24] Rechner, P. L. and Dalton, D. R., 1991, 'CEO duality and organisational performance: A longitudinal analysis', *Strategic Management Journal*, 12, pp.155-160.

[25] Rhoades, D. L., Rechner, P. L. and Sundaramurthy, C., 2000, 'Board Composition And Financial Performance: A Meta-Analysis Of The Influence Of Outside Directors', *Journal of Managerial Issues*, XII (1), pp.76-91.

[26] Schellenger, M. H., Wood, D. D. and Tashakori, A., 1989, 'Board of director composition, shareholder wealth, and dividend policy', *Journal of Management*, 15(3), pp.457-467.

[27] Shi, S. and Weisert, D., 2002, 'Corporate Governance with Chinese Characteristics', *The China Business Review*, 29(5).

[28] Steiner, G. A. and Steiner, J. F., 2003, *Business, Government, and Society: A Managerial Perspective*, Text and Cases, 10th edition, McGraw-Hill/Irwin.

[29] Tenev, S. and Zhang, C., 2002, *Corporate Governance and Enterprise Reform in China: Building the Institutions of Modern Markets*, World Bank and the International Finance Corporation, Washington, D. C.

[30] The Expert Group, 2003, *Report by the Expert Group to Review the Operation of the Securities and Futures Market Regulatory Structure*, HKSAR Government, March.

[31] The IIA Research Foundation 2004, *Assessment Guide for U.S. Legislative, Regulatory, and Listing Exchanges Requirements Affecting Internal Auditing*, The Institute of Internal Auditors, USA, 10 November.

[32] Toronto Stock Exchange 2005, *Corporate Governance Guidelines*, Canada, April.

[33] Yermack, D., 1996, 'Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors', *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.

[34] Zandstra, G., 2002, 'Enron, Board Governance and Moral Failings', *Corporate Governance* 2(2), pp.16-19. In *Business & Society: Corporate Governance*, Action Institute for The Study of

Religion & Liberty <http://www.action.org/policy/business/corp_gov>

[35] 蕭灼基，許美征主編，《中國市場經濟建設全書》，第 16 卷，證券市場，山西人民出版社，1996 年 6 月。

[36] 《中華人民共和國公司法》，中國法制出版社，2005 年 1 月。

[37] 《中華人民共和國證券法》，法律出版社，2004 年 9 月。

[38] 《證券時報》，2004 年 1 月 16 日、2005 年 4 月 15 日、及 2005 年 6 月 29 日。

Web sites:

中國董事會網 (<http://www.board.com.cn>)

China Securities Regulatory Commission 中國證監會 (<http://www.csrc.gov.cn>)

Shanghai Stock Exchange 上海交易所 (<http://www.sse.com.cn>)

Shenzhen Stock Exchange 深圳交易所 (<http://www.szse.cn>)

Hong Kong Stock Exchange (<http://www.hkex.com.hk>)

Hong Kong Growth Enterprise Market (<http://www.hkgem.com>)

London Stock Exchange (<http://www.londonstockexchange.com>)

New York Stock Exchange (<http://www.nyse.com>)

Chinainfobank

(http://210.177.11.50/gate/big5/www.chinainfobank.com/irisbin/Gp_cx.dll?DispZl?jys=0002&dm=0014)

All Rights Reserved
Copyright © 2005 by Hong Kong Shue Yan College

Important Note

The working paper series is a series of occasional papers funded by the Research and Staff Development Committee. The objective of the series is to arouse intellectual curiosity and encourage research activities. The expected readership will include colleagues within Hong Kong Shue Yan College, as well as academics and professionals in Hong Kong and beyond.

All opinions, information and/or statements made in the papers are exclusively those of the authors. Hong Kong Shue Yan College and its officers, employees and agents are not responsible, in whatsoever manner and capacity, for any loss and/or damage suffered by any reader or readers of these papers.

Please address any comments and further inquiries to:

Dr. Shu-kam Lee
Working Paper Coordinator
Department of Economics
Hong Kong Shue Yan College
10 Wai Tsui Crescent
Braemar Hill Road
North Point
Hong Kong
Fax: 28068044
Tel: 25707110
Email: sklee@hksyc.edu