



谈我国上市公司激励主体塑造



陕西科技大学 张原 朱文莉 李学军 胡争光

【摘要】 本文首先分析了我国上市公司普遍存在的激励主体缺位的原因,进而分析了机构投资者作为上市公司激励主体的可行性,最后提出了培育机构投资者的具体措施。

【关键词】 机构投资者 上市公司 激励主体

上市公司存在各种问题的主要根源是不合理的股权结构,而导致这些问题的直接因素是激励主体缺位。本文就塑造上市公司激励主体问题作些探讨。

一、我国上市公司普遍存在激励主体缺位的问题

我国上市公司绝大部分都是由原先的国有企业改制而来的,这些上市公司与传统国有企业相比在治理结构方面虽有很大改进,但仍未根本改变传统国有企业的产权结构。国有股“一股独大”的股权结构使我国上市公司与传统国有企业相比存在一条更长的委托代理关系链。上市公司的初始委托人或者说最终所有者是全体人民,但全体人民作为一个整体却无能力为经营者设计一种有效的激励机制,而复杂的委托代理关系又使上市公司的责权利关系极其模糊,导致上市公司激励主体缺位。

中西方委托代理关系比较

公司类型	委托人	代理人						
		第一层	第二层	第三层	第四层	第五层	第六层	第七层
西方股份公司	股东	董事会	总经理	工人				
我国国有企业	全体人民	人大(全国或地方)	中央或地方政府	主管部门	企业领导	工人		
我国上市公司	全体人民	人大(全国或地方)	中央或地方政府	国资局(国资委)	国有投资公司	董事会	总经理	工人

从上表可以看出,西方股份公司委托代理层次简单,股东作为激励主体对经营者实施激励,激励机制的优劣直接关系到股东的利益,这有利于形成激励兼容的水平制衡模式。针对目前我国国有资产经营状况而言,行政主管部门在转化为国有资产经营公司的过程中没有很好地解决“出资人到位”的问题,如国有资产经营公司的股东大都只有政府,没有建立股东会,即使有也不足以与政府协商。

至于广大的中小股东,他们既无能力也无动力成为经营者的激励主体。因此,改变国有股“一股独大”的股权结构,塑造真正的激励主体就显得十分必要。

二、机构投资者作为上市公司激励主体的可行性

1. 寡头竞争式的股权结构是我国上市公司的现实选择。 在公司股权高度分散的情况下,中小股东参与公司治理的成本和收益不对称,因此没有参与公司治理的积极性,导致激励主体缺位。在公司股权集中程度有限的情况下,大股东拥

有相对控制权,有参与公司治理的积极性,能对经营者进行有效的激励约束。在公司股权高度集中的情况下,大股东就会直接派人或亲自担任公司董事长,对经营者的激励约束也是非常有效的。就我国的现实情况而言,在市场环境和金融市场不完善的情况下,选择寡头竞争式的股权结构有利于公司治理机制发挥作用,有利于激励主体的形成。

寡头竞争式的股权结构是指由几个(不少于五个)具有相当实力的股东所构成的股权结构,他们所拥有的股份总额一般占总股本的80%左右,但单一股东的股权比例不会超过30%~50%,即不存在拥有绝对控制权的股东。这种股权结构有效率的主要原因在于:①董事会中少数大股东间的竞争,容易使股东间形成相互制约的关系,并可能促使大股东基于自身利益而从竞争性制约走向竞争性合作(从博弈论来看,股东间的竞争其实是一种博弈,而最有效率的博弈结果是合作性的)。②由于合作性竞争能对经营者产生强有力的监督,有利于减少代理成本,使得对经营者的监督效率提高,从而校正经营者的不良行为。③由于合作性竞争使得少数大股东在行使重大事项决策权时会采用合理的决策机制,谨慎决策,从而能降低决策失败的几率(此为过滤效应)。

2. 寡头股东应具备的条件。 ①寡头股东应具有较强的投资实力,在公司的股权结构中占有较大的比重;②投资具有理性,并且拥有一支素质较高的投资队伍或一批投资专家;③最为关键的是,这些投资主体是人格化的而非虚拟式的,能够代表自身利益对公司进行投资,并能做出长期理性的决策。

3. 机构投资者作为寡头股东是最合适的选择。 机构投资者是指运用自由资金或通过各种金融工具筹集资金从而进行投资管理的金融机构,拥有资金、信息、人力资源等方面的优势,是证券市场的主力军。

(1)机构投资者成为上市公司的主要大股东是未来证券市场的发展趋势。无论是在以英美为代表的公司治理模式中,还是在以德日为代表的公司治理模式中,机构投资者都已在不同程度上成为了上市公司的主要大股东。根据许小年等人的统计资料,西方发达国家的金融公司和非金融公司(统称为机构投资者)在全部公司股权结构中所占的比重均

超过50%。机构投资者已成为上市公司的主要大股东。相比之下,在我国上市公司的股权结构中,国有股所占比例约为2/3,流通股所占比例约为1/3,且主要为个人持有。所以,当前我国积极发展机构投资者的政策,对于促进股权结构的多元化和激励主体的塑造都是具有积极意义的。

(2)机构投资者作为激励主体参与公司治理是理性的选择。机构投资者不但有作为激励主体的实力,而且有参与公司治理的动机。下面通过两个模型来予以说明。

规模经济效应:在考虑只投资一只股票的情况下,如果 $P_a \geq P_b + C/S$,则投资者将选择参与公司治理。其中, P_a 为投资者参与公司治理后的公司股价, P_b 为投资者参与公司治理前的公司股价, C 为投资者参与公司治理所支付的成本, S 为投资者所持有的股份数。由于参与公司治理的总成本 C 相对于投资者所持有的股份数而言一般是常数,所以投资者所持股份数越大,每股治理成本 C/S 就越小,当 $P_a \geq P_b + C/S$ 时,参与公司治理就成为机构投资者的理性选择。这是简单的规模经济原理,当所持股份越多时,投资者参与公司治理的积极性就越高。

学习曲线效应:在投资者投资多个品种的情况下,如果 $\sum (P_{ai} \times S_i) \geq \sum (P_{bi} \times S_i) + T_c$,则投资者将选择参与公司治理。其中 P_{ai} 和 P_{bi} 分别为投资者参与公司治理和不参与公司治理所持有的第 i 种股票的价格, S_i 为投资者持有的第 i 种股票的数量, T_c 为投资者参与所有公司治理所支付的全部成本。令 C_i 为投资者参与第 i 家公司治理所支付的成本,则由于学习曲线效应,使 T_c 小于 $\sum C_i$,而且投资者所持股票涉及的公司数越多, T_c 小于 $\sum C_i$ 的幅度就越大。这种效应又称为公司数效应,由于边际治理成本受学习曲线的影响越来越小,因此所持股票涉及的公司数越多,机构投资者就越有积极性参与公司治理。

三、机构投资者的培育

1. 国有股减持。当前,在我国上市公司的股权结构中,国有股所占比例超过2/3,如果国有股不减持,即使机构投资者拥有全部的剩余股份也无法动摇国有股的绝对控股地位。国有股减持方式主要为:①将一部分效益好的上市公司的国有股直接划转到社会保障基金中去。②通过国有股配售方式,分期分批以一定的比例和适当的价格将国有股转让给老股东,使国有股逐步变现和上市流通。③国有股回购。④国有股并股(缩股流通)。⑤国有股拍卖。⑥国有股权转让。实际操作中,以上几种方式可以组合使用,这样往往可以收到更好的效果。

2. 培育新的机构投资者。发展机构投资者的具体措施主要表现为:①积极推动公益基金进入股市,使之成为证券市场的主要机构投资者。应借鉴国外经验,在条件成熟的情况下,逐步引入包括养老基金、福利基金、社会保障基金、退休基金等各类社会公益基金进入市场,增加长期投资者比例。②扩大证券投资基金的规模。不仅要有封闭式基金,还要有开放式基金;不仅要有公募基金,还要有私募基金。同时,配合国家投资体制和金融体制改革,在基金品种上要优先考虑发展产业基金、国债基金等。③引进海外基金。吸引海外基金入市可先采取组建中外合资或中外合作投资基金形式,即由我国专业经营机构与国外投资银行或基金管理公司共同出

资组成投资基金,由我国金融主管部门核定基金数额,再通过外国承销机构以发行基金收益凭证方式向国外或境内投资者筹资,最终实现海外基金进入国内市场。

3. 用市场化的手段培育理性、成熟的机构投资者。培育机构投资者的目标应当是让一大批成熟、理性的机构投资者成为市场的主角,以改变我国股市上的投机行为。要培育理性、成熟的机构投资者,不能仅仅依靠政策,关键在于加强监管,使我国证券市场进一步走向市场化;推进立法、加强法规的建设,促进市场的公平、透明和规范;在放宽市场准入条件后,应更多地依靠市场自身的选择和发展来推动机构投资者队伍的壮大。

4. 营造机构投资者健康成长的良好外部环境。①加强《投资基金法》的执法力度,尽快出台与之相配套的相关法规,为调整投资者结构提供制度保障,使机构投资者的功能得以充分发挥,促进市场投资理念实现根本性转变。②建立完整的投资基金市场评价体系,促进机构投资者行为的优化。③允许券商上市,使其拥有稳定的长期资金来源。从国际经验看,在发达国家的证券市场中,券商的主要组织形式是上市公司,产业资本和公众资本进入证券行业是我国证券业发展的必然选择,监管部门应尽快减少对券商的直接融资规模、融资对象的种种限制,允许符合条件的券商公开发行上市,允许多种社会主体参股券商,拓宽券商社会化融资的渠道。④提高上市公司质量。目前我国机构投资者存在着较明显的短期行为,其重要原因之一就在于上市公司质量不高,绩优公司无论在规模还是在市场影响力上均不足以成为市场主流,股市缺乏长期投资的价值,机构投资者因而缺乏长期投资的市场基础,改变这一状态需要加快对业绩、成长性、市场形象等方面均出色的“领头羊”的培养。⑤提高从业人员素质,加强对从业人员的培训,真正发挥机构投资者专家理财的优势。

5. 加大引进海外机构投资者的力度。在金融创新方面,今后政府及监管当局可能考虑的品种包括中外合资基金、交易所交易基金(ETF)等,而这些创新金融工具的引入也必将吸引新型的机构投资者进入市场。通常这种政策选择必须考虑证券市场的总体发展情况特别是市场规模和市场监管水平等一些关键领域的实际进展,也就是说,要注意把握市场准入政策的节奏和进度并与市场的实际情况及其发展速度相适应。在与市场准入相关的配套政策方面则应避免仅仅为发展机构投资者而出台一些非市场化的扶植政策。同时,在制定相关政策时不仅要考虑到现有体制内的机构投资者的利益,而且要将目前体制外的“私募基金”等自发形成的有组织的机构投资者纳入政策规范的范围。

【注】 本文受陕西科技大学人文社会科学基金项目资助(项目编号:ZX05-54)。

主要参考文献

- ①蔡世锋,孙明高,徐笑君.优化上市公司股权结构研究.中国软科学,2002;3
- ②王斌.股权结构论.北京:中国财政经济出版社,2001
- ③耿志民.中国机构投资者研究.北京:中国人民大学出版社,2002