

公有股上市与中国 上市公司治理结构的完善

胡少华

摘要: 我国上市公司在治理结构上存在股权过分集中, 政企难以分开; 代理成本过高, 代理效率低下; 公司的所有者无法获得足够的激励或权力去监督管理企业的专业管理人员; 公司治理结构失衡, “内部人”控制严重; 难以形成有效的企业经营者选择机制等问题。公有股上市有利于我国上市公司治理结构的完善, 同时由于我国资本市场缺乏充足的、成熟的机构投资者及缺乏成熟的企业家市场, 从目前来看, 公有股上市对完善我国上市公司的治理结构还存在一定的局限性, 最后提出了相应的政策建议。

关键词: 公有股 上市 治理结构

公有股(国家股和国有法人股)上市问题, 一直是我国股票市场发展中人们关注的热点。公有股上市将产生多方面的积极效应, 如: 有利于更好地发挥股票市场在资源配置方面的作用, 有利于进一步发挥股票市场的信息导向作用, 有利于进一步完善我国上市公司的治理结构等。本文试图对公有股上市对我国上市公司治理结构的影响这一问题进行研究。

一、文献综述

股权结构与公司治理结构的关系, 一些学者对此问题进行过深入的研究, 何浚(1998)以截至 1996 年底在沪深两家交易所上市的 530 家上市公司为样本进行研究, 结果表明我国上市公司的国家股有效持股主体缺位的问题没有根本解决。全部 530 家样本公司中有 332 家企业有国有股(法人股虽然基本都是国有法人股, 但由国有法人企业持有, 同国家股尚有区别), 这些国家股的持股主体中有 39 家不得而知, 集团公司(或总公司)106 家, 国有资产管理局 100 家, 国有资产经营公司或国有控股公司 47 家, 企业主管部门 20 家, 财政局 13 家, 另有 6 家公司的国家股由多家单位分散持有, 一家公司的国家股由省政府持有。对其加以详细分析可以发现: 国有资产管理局、财政局和企业主管部门等政府机关代表国家行使股东权力有多种弊端。国有资产经营公司或国有控股公司很多没有真正建立现代企业制度, 自身的监督和激励问题尚没有解决好。在 106 家集团公司(总公司)当中, 有 81 家属于原国有企业股份制改造时, 将其骨干部分或主体部分剥离出来改组为股份公司, 而将企业的余下部分组成“集团公司”, 再由政府授权“集团公司”代表国家持有在股份公司中拥有的国家股股份。一旦扣除投入股份公司的资产, 这些“集团公司”就会变成一个“空壳”公司, 这种“空壳”持股的情况下, “空壳”公司的高层管理人员往往出任上市公司的高层管理人员, 导致上市公司的经理层基本不受约束。一些学者研究表明, 由于我国上市公司特别的股权结构从而导致了内部人控制问题, 青木昌彦和钱颖一(1995)在研究转轨经济中的公司治理问题时, 将内部人控制定义为: 在私有化的场合, 多数和相当大量的股权为内部人持有; 在企业仍为国有的场合, 在企业的重大决策中, 内部人(包括企业的经理和工人)的利益得到有力的强调。这些结论对于我国国家控股的上市公司同样适用。何浚(1998)在研究上市公司的内部人控制问题时, 引入了“内部人控制度”概念来衡量内部人对企业控制的程度。用 k 表示内部人控制度, 则指的是内部董事人数/董事会成员总数。其中, 内部董事主要指董事会中属于企业内部管理人员和职工的董事。少数公司董事会中含有企业主管部门的领导(或由主管部门改组而成的总公司的管理人

员), 由于企业主管部门自身的产权也不清楚, 而且与所主管的公司关系密切, 因此在实际统计时, 这些由企业主管部门领导出任的董事也被纳入内部董事的范围。在进一步分析研究中发现, 上市公司的内部人控制问题与股权向国家股股东或法人股股东的集中程度有关。表 1 显示了这种相关性。

表 1 1996 年底中国境内上市公司内部人控制制度按公司最大股东持股份额的分布

最大股东持股比例 (%)	0~ 10	10~ 20	20~ 30	30~ 40	40~ 50	50~ 60	60~ 70	70~ 80	80 以上
公司数	6	22	70	75	72	69	62	30	0
内部人控制度 (%)	45.5	45.0	57.1	59.1	72.0	76.9	83.5	91.3	...

资料来源: 何浚:《上市公司治理结构的实证分析》, 载《经济研究》, 1998 (5)。

从表 1 中可以看出, 上市公司的内部人控制度与股权的集中程度有关, 随着股权的集中, 内部人控制度呈增大趋势。考虑到绝大多数公司的第一大股东是国家股股东或国有法人股股东, 可以得出一个结论: 国有股(包括国家股和国有法人股)在公司中所占比例越大, 公司的内部人控制就越强。

许小年对中国上市公司所有制结构与公司治理进行过实证研究(许小年, 1998), 实证研究表明, 股份所有的集中程度及其构成对公司业绩有很大影响: 第一, 股份集中程度与企业效益成正比; 第二, 法人股份所占比重对公司业绩有显著的正面影响; 第三, 国家股份占的比重越高, 劳动生产率越低。这些研究结果显示: (1) 机构投资者在公司治理中的重要作用; (2) 国家股份的低效率; (3) 如果股份持有过于分散所可能产生的问题。孙永祥和黄祖辉(1999)运用托宾 Q 值(托宾 Q 值是经济学家托宾提出的一个衡量公司业绩的参数, 它等于公司的市场价格与公司资产的重置价值之比)与公司股权结构之间的回归分析来进行关于公司股权结构(主要是针对公司第一大股东占有公司股权的比重)与绩效关系的研究。从上市公司治理机制中的经营激励、收购兼并、代理权争夺和监督机制角度分析, 孙永祥和黄祖辉得出的结论是: 与股权高度集中和股权高度分散这两种极端结构相比, 有一定的集中度、有相对控股股东, 并且有其他大股东存在的股权结构, 总体而言最有利于上述四种治理机制作用的发挥, 因而具有该种股权结构的公司绩效也趋于最大的结论。

本文以下部分将分析我国上市公司治理结构存在的问题、公有股上市对我国上市公司治理结构的影响、公有股上市对完善我国上市公司治理结构的局限性,同时提出通过公有股上市完善我国上市公司治理结构的政策建议。

二、我国上市公司治理结构存在的主要问题

1. 股权过分集中,政企难以分开,公司治理结构难以有效发挥作用。我国的上市公司绝大部分是在传统的国有企业的基础上改组上市的,一般国有股所占的比例达60%以上,处于绝对控股地位。股权过分集中导致非效率的治理结构,以致经营机制难以真正转换。由于国有股的所有者为国家,因此国家对其拥有剩余控制权,而国有股的代表还如以往一样,多为政府官员,同时,由于国有股处于绝对控股地位,在股东大会中拥有绝对的权威,因此,政府官员作为所有者的代表对企业的经营活动进行干预就顺理成章了。在公司经营者的选择上,很大程度上也是由政府官员的好恶来决定。

2. 代理成本过高,代理效率低下。西方典型的委托—代理关系中,主要体现为股东大会、董事会、经理阶层与一般雇员等代理级次,而我国国有企业改组而成的上市公司却与传统的国有企业一样存在人民代表大会,中央政府、国有资产管理部、股东大会、董事会、监事会与一般职工等代理级次,多级次的委托—代理关系,拉长了委托与代理之间的距离,增加了利益分享的主体,扩大了信息不对称,导致最初委托人的目标得不到贯彻实现,代理效率随代理级次的增加而下降。

3. 所有权极为分散,公司的所有者无法获得足够的激励或权力去监督管理企业的专业管理人员。从表面上看,我国上市公司的股权是非常集中的,但实质的所有权却是极为分散的,占股权65%左右的国家股和国有法人股的实质所有者为全体中国公民,而占35%左右的社会流通股也是高度分散的。这一点,哈罗德·德姆塞茨有精辟的阐述:“社会主义主张以资源的全民所有制为基础的制度,但全民所有制结构的分散性令人失望地使公民毫无权力;资产的管理就成为国家官僚的任务和特权。这些人以他们自己独特的方式对自己所面临的控制任务作出反应,这就引起了反映管理与利润指标和市场竞争分离的控制问题”(哈罗德·德姆塞茨,1999)。

4. 公司治理结构失衡,“内部人”控制严重。从现代公司理论来分析,所谓“内部人”控制是在所有权与控制权分离的条件下生成的。在两权分离的条件下,不掌握企业经营权的分散的股东成为企业的外部成员,企业实际上由不拥有股权或只拥有很少份额的经理阶层所控制,因此,他们的利益在公司战略决策中得到了充分的体现,这种控制往往是通过经理人员与职工的共谋而实现的。内部人控制作为现代股份公司的内生现象,在各国股份制实践中是一个普遍问题。在我国,上市公司的内部控制问题与股权向国家股或法人股股东的过分集中有关。在我国的上市公司中,占全部股份65%的公有股的真正股东——全体中国公民是不可能掌握实际经营权的,与此同时,很多公司召开股东大会时,对与会股东有最小持股数量的限制,而绝大多数流通股的持股主体都是小股东,这样,大多数持流通股的股东无权参加股东大会,从而无法行使自己的控制权。公司内部人包括董事会、监事会、经理人员便利用自己的手中职权,为自己或雇员谋利损害所有者的利益。

5. 难以形成有效的企业经营者的选择机制。公司治理结构是一个描述企业不同成员间契约关系的概念,它的目的也是解决企业内在的两个基本问题:第一是激励机制问题,即在给定产出是集体努力的结果和个人贡献难以度量的情况下,如何促使企业的所有参与人努力提高企业的产出?第二个是经营者选择问题,即在给定企业家能力不可观察的情况下,什么样的机制能保证最有企业家能力的人当经理(张

维迎,1996,1999)?目前,我国的上市公司在经营者选择机制上,基本上与传统的国有企业没有什么区别,选择企业经营者的权威仍然掌握在党的人事部门和政府有关部门的官员手中,这些官员不仅激励不足而且缺乏信息来发现和任命有能力的企业家。反正他们不是企业的所有者,无须为他们的选择承担风险,因此,那些没有企业家才能而有社会关系或者会拉关系的人就有了可乘之机,他们往往通过贿赂政府有关部门的官员而获得了企业的经营权。

三、公有股上市对我国上市公司治理结构的影响

1. 通过公有股上市实现国有经济的战略性退出,适时、果断地引入民间资本特别是战略投资者,有利于完善上市公司的治理结构。实证研究表明,法人机构投资者在公司治理中具有重要作用,国家作为股东效率低,因此,我国上市公司的内部激励机制的改造要通过国有股权的分散,引入其他大股东包括机构投资者来实现。国家逐步卖出它所持有的上市公司的股权是一种帕累托改进,有利于资源的合理配置和社会福利的提高(许小年,1998)。

通过公有股上市流通,一部分民间资本特别是战略投资者进行投资,民间资本有动力和能力对企业进行实质性的重组,不合格的经营者将被撤换,能很好地解决企业家的选择机制问题。同时,由于民间资本关心自身的经济利益,因此,有动力积极改善企业的经营管理,提高公司的运作效率。

2. 公有股上市流通,有利于克服我国上市公司治理中存在的“内部人”控制问题。国外学者大量研究表明,资本市场上的接管有利于改善公司的经营业绩。迈瑞思(Marris)、威廉姆森(Williamson)和汉瑞·迈尼(Henry Manne)以及其他学者认为,不管怎么说,建立公司帝国的趋向曾被美国经济的一个基本特征所牵制。这个基本特征是简单的伯尔勒—米恩斯(Berle - Means)模型观点没有考虑和重视的市场的控制机制。这种机制是通过接管来阻止经理人员滥用权利和挥霍公司资源的形式运转的。如果经理人员滥用他们的权利或因任何一个原因而不能很好地发挥作用,那么,其公司股票价格就会下跌,从而吸引买者猎获这家公司并校正所发生的滥用权利行为。

3. 公有股上市有利于形成有效的企业经营者的选择机制。张维迎教授研究证明,让真正承担风险的资本所有者拥有成为企业家的优先权或选择经营者的权威对保证真正具有经营者才能的人占据经营者岗位是非常重要的,没有真正的资本所有者就不会有真正的企业家(张维迎,1995)。顺着这样一个逻辑,我们就可以研究发现,公有股上市流通是我国上市公司形成有效的企业经营者的选择机制的重要途径。因为公有股上市流通后,就会产生真正承担风险的资本所有者,上市公司的股东都有了明确的身份,股东大会的作用才能发挥出来。我们知道,股东大会作为公司的权利机构,对公司的重大事项作出决议,其中重要的一项就是选择合格的董事会成员,董事会执行股东大会的决议,选出称职的经理班子。

4. 有利于我国资本市场的完善,提高我国资本市场在资源配置中的效率,从而为完善上市公司的治理结构创造有效的外部环境。资本市场的完善是建立在股权的自由流动的基础之上,只有股权自由流动才能提高资本市场在资源配置中的效率,也只有股权自由流动,接管市场才能形成。所谓接管市场,又指公司控制权交易的市场,它是指通过收集股权或投票代理权取得对企业的控制,达到接管和更换不良管理层的目的。

在资本市场完善的情况下,资本市场的竞争对经理人员的约束也是非常有力的,虽然每一个投资者在企业的股份很小,不足以对经理的行为实施有效的监督,然而一旦公司经营不善,人们可以在股票市场上出售股票,转移投资,导致该

公司的股票价格下跌,一些股东就有可能通过发动代理权竞争或敌意收购来接管公司的控制权,解雇经理人员,重新组织经营使企业有盈利。而我国目前的上市公司中,因为流通股在总股本中所占的比例较小,而国家股和法人股又高度集中,即使能将市场上某公司流通的股票全部买进,也不能取得该公司的控制权。在这里,无论是代理权竞争还是敌意收购全都失去了作用。只要公有股上市流通,接管市场就变得有效,这既有利于我国资本市场的完善,提高我国资本市场在资源配置中的效率,也有利于完善我国上市公司的治理结构。

四、公有股上市对完善我国上市公司治理结构的局限性

1. 我国资本市场缺乏充足的、成熟的机构投资者。从美国和日本的企业股东构成看,形成当今有代表性的股东形象的不是个人股东,而是以基金和法人为中心的机构投资者。机构投资者包括银行和储蓄机构、保险公司、共同基金、养老金、投资公司、私人信托机构和捐赠的基金组织。在美国,这些机构投资者拥有美国的私人企业、公司和公债总资本索取权的40%以上,机构投资者在公司治理中发挥着重要作用,成为所谓的“关联投资”。尽管人们对“关联投资”尚未有一个一致的明确的定义,但创始者们总是将它作为一种状态来描述,这种状态即:投资者比保持超脱和被动状态更负责任地从事对公司经营管理的监督,并将投资“长期”地交给公司经营。哈佛大学教授,公司治理理论的代表人物之一的约翰·庞德(John Pound)是这样描述的:主要机构投资者在确定无疑地有权发挥作用时所形成的特征:它是有依据但却是有节制的监督者。

在我国,还没有充足的、成熟的机构投资者,公有股上市以后,谁来担负起监督公司的重任?我国证券市场的个人投资者比例一直占绝对多数,1997年末上海证券交易所股票帐户开户总数为1713万户,其中99.7%为个人投资者,机构投资者开户数仅为0.3%。1999年上海证券交易所股票帐户新开户总数281.71万户,其中99.27%为个人投资者,机构投资者开户数仅为0.73%。在成熟的证券市场,都是机构投资者占据市场的主导地位。英国、美国的机构投资者已持有50%以上的上市股票(见表2),日本的机构投资者也占据了主导地位。即使在规范的股票市场上,由于无法回避的代理成本问题,小股东对公司的监管也非常软弱。我国投资者非机构化,投资者高度分散,限制了股东对公司管理层的监督,小股东对公司的监督基本上是虚拟的。

表2 1963-1997年英国的股东持股结构(%)

	1963	1975	1989	1994	1997
个人	54.0	37.5	17.7	20.3	20.5
养老基金	6.4	16.8	34.2	27.8	28.9
保险公司	10.0	15.9	17.3	21.9	23.1
其他机构	29.6	29.6	30.8	30.8	28.5

资料来源:转引自刘树成,沈沛:《中国资本市场前沿理论论文集》,北京,社会科学文献出版社,2000。

2. 缺乏成熟的企业家市场的配合,难以从市场上得到高水平的职业经理人才有可能使接管者望而却步。接管活动是公司治理的一种最后的强制性的制约手段,以此纠正经理层的治理失误,这种作用主要通过更换董事会和经理成员来体现。公有股上市流通,有利于公司接管市场的形成,从而有利于完善公司的治理结构,但需要企业家市场的配合。企业家是一种具有特殊意义和特征的主动的人力资本,对其创造性能力的利用取决于有效的企业家甄别与激励机制。国有企业一方面缺乏有效的企业家甄别机制,另一方面激励机制可能是扭曲的,从而导致国有企业的企业家资源难以发挥应有的

作用,也影响了我国企业家市场的形成。对于国家控股的上市公司而言,由于这种特殊的股权结构,对经理人员的任免往往最终由政府决策,虽然这有利于平衡公司的内部控制问题,但这必然导致竞争性的经理市场人才市场难以形成,导致事实上的“干部能上不能下”,使得经理所面临的竞争和威胁进一步减少,不利于优秀的企业家在竞争中脱颖而出。当然,随着我国改革开放的进行,非国有经济在我国迅猛发展,一批在市场经济中成长起来的企业家正在走向成熟,但相对于我国经济发展对企业家需求还有很大的差距。

五、公有股上市的有关政策建议

1. 公有股上市要与大力发展机构投资者结合起来。中国资本市场发展离不开机构投资者的培育和发展,发展壮大机构投资者队伍,在吸引长期稳定的资金、完善上市公司的治理结构等方面具有重要的作用。

实证研究表明,机构投资者既有激励(动力)又有能力来监督和控制企业高层经理的行为,在公司治理中将发挥重要的作用。大力发展机构投资者,目前,主要应从以下几个方面入手:

(1) 加大社会保障基金入市的力度。社会保障基金入市在我国资本市场中一直是一个热门话题。社会保障基金入市,一些影响资本市场发展的关键问题将会得到很好的解决,如国有股流通问题,投资者结构问题,市场资金量配置不当问题,上市公司的治理结构问题等。

(2) 商业保险资金入市。在成熟的资本市场中,保险资金是资本市场的主要投资者,保险机构作为重要的机构投资者对资本市场的稳定与发展起着重要作用。必须提高对商业保险入市的认识,加快我国商业保险入市的步伐,把保险机构培育成资本市场上合格的机构投资者,发挥其在聚集资金、金融中介、创造金融工具、高效营运资金等方面的作用,促进我国资本市场和保险市场的共同发展。

(3) 加快发展证券投资基金。从发展封闭式基金到逐步发展开放式基金,是我国基金业发展的一大进步,但不能盲目乐观,因为总体上来说,我国的证券市场还不成熟,我们还会不断遇到新问题,开放式基金应当得到市场参与各方更多的关注,得到管理层更为严密的监控,只有大家一起来共同维护,开放式基金才能在我国得到健康的发展。

2. 将上市公司一部分公有股配售给该上市公司的高层管理人员,包括董事会成员和经理人员,并规定在其任期内不得转让,使公司高层管理人员的利益与公司的经营业绩紧密联系在一起,从而在一定程度上形成有效的激励和约束机制,有利于完善上市公司的治理结构。

参考文献:

- 何浚:《上市公司治理结构的实证分析》,载《经济研究》,1998(5)。
- 许小年:《以法人机构为主体建立公司治理机制和资本市场》,载《改革》,1997(5)。
- 孙永祥,黄祖辉:《上市公司的股权结构与绩效》,载《经济研究》,1999(12)。
- 青木昌彦,钱颖一:《转轨经济中的治理结构:内部人控制和银行的作用》,北京,中国经济出版社,1995。
- 吴晓求等:《中国资本市场:创新与可持续发展》,北京,中国人民大学出版社,2001。
- 哈罗德·德姆塞茨:《企业经济学》,中文版,北京,中国社会科学出版社,1999。
- 玛格丽特·M·布莱尔:《所有权与控制——面向21世纪的公司治理探索》,中文版,北京,中国社会科学出版社,1999。
- 上海证券交易所网站,网址:www.sse.com,2001-03-05。
- 刘树成,沈沛:《中国资本市场前沿理论论文集》,北京,社会科学文献出版社,2000。

(作者单位:武汉大学商学院博士生 武汉 430072)
(责任编辑:一夫)