

我国上市公司外部治理的功能缺陷及其完善途径

袁卫¹, 干莹², 彭华明²

(1. 西安交通大学 管理学院, 陕西 西安 710049; 2. 重庆大学 工商管理学院, 重庆 400044)

摘要:现代股份公司的治理结构是通过公司内部治理机制和外部治理机制来运行的。作为一种重要的公司外部治理机制,证券市场在促进上市公司治理中发挥着价格发现功能、收购兼并功能、激励约束功能和机构投资者的功能。本文在揭示证券市场在公司治理中的地位和功能的基础上,分析了我国证券市场由于诸多体制性障碍所导致的功能缺陷对我国上市公司治理的消极影响,从完善我国证券市场功能的角度,提出了促进我国上市公司治理的对策建议。

关键词:

中图分类号:F830 文献标识码:B 文章编号:1008-5831(2002)06-0023-03

一、证券市场在公司治理中的地位和功能

(一)证券市场在公司治理中的地位

公司治理结构是规范公司各利益相关者的权利和责任关系的一整套制度安排,其中主要是指股东、董事会和经理之间的激励和约束关系。根据1999年5月通过的“OECD公司治理原则”的要求,合理的公司治理结构应该做到:(1)保护股东权利;(2)确保大小股东受到平等待遇;(3)确保利益相关者的合法权益;(4)保证及时准确地披露与公司有关的任何重大问题;(5)确保董事会对公司的战略性指导和对管理人员的有效监督。

现代股份公司的治理结构是通过公司内部治理机制和外部治理机制来运行的。内部治理机制通常包括董事会控制、大股东监督和经理代理权的争夺等。外部治理机制通常包括产品市场、经理市场和证券市场,以及法律行政制度和社会舆论监督等。

公司治理的内部和外部机制不仅互补而且在一定程度上是可以相互替代的。一方面,通过“用手投票”机制替换在位经理的决策常常建立在“用脚投票”机制所反映出来的信息上,“用脚投票”机制所反映出来的股东意愿最终要通过“用手投票”机制来实现;另一方面,一个有效的股票市场使对经理的直接控制变得较不重要,这就如同增加巡逻警察的力量可以减少监狱里的拥挤程度一样(张维迎,1996)。在现实中,哪一种机制更为重要主要取决于公司治理模式的选择和证券市场的发达程度。目前英美等国的公司治理结构主要是在加强市场规制以减少市场不完善性的条件下,通过发达

的证券市场的“用脚投票”机制来进行公司治理;而德日等国的公司治理结构则主要是在放松市场规制和混业经营限制的条件下,通过发挥银行和大股东在董事会中“用手投票”机制的积极作用来进行公司治理。(何炼成,赵增耀,2000)

(二)证券市场在公司治理中的功能

价格发现功能 在证券市场具备有效条件下,有关公司经营状况的信息会通过公司的信息披露机制和股票交易机制反映到公司的股票价格上。

收购兼并功能 在公司股价大幅下跌的情况下,外部投资者就有可能较为容易地通过证券市场收集或联合足够多的股票投票权来更换在职经理,并通过经理市场的竞争评价机制,使在职经理人员的市场声誉受损和人力资本贬值。

激励约束机制 首先,证券市场的激励约束功能体现在市场报酬机制上。在实行经理股票期权制度的情况下,经营者的报酬不仅体现在他的工资、奖金收入上,而且很大程度上体现在他所持有的股票价值上。其次,证券市场的激励约束功能体现在市场声誉机制上。在证券市场具备有效性的条件下,经营者的业绩会真实地反映到公司的股价上。再次,证券市场的激励约束功能还体现在市场竞争优胜劣汰机制上。企业在产品市场的竞争盈亏最终会反映到证券市场的股价涨跌上。

机构投资者的功能 在证券市场上,持有分散股权的中小投资者由于直接参与公司董事会控制的成本和收益严重的不对称而具有“搭便车”的倾向,他们往往更多地采取“用脚投票”而不是“用手投票”的方式来行使其股东权利。但自

收稿日期:2002-06-25

作者简介:袁卫(1968-),男,四川彭县人,西安交通大学管理学院博士研究生,主要从事证券理论分析、监管机制研究。

20世纪90年代以来,由于机构投资者持有大量公司的股票,且所持股票在股市中的比例越来越大,如果仍然象过去一样在所持股票公司的治理结构一出现问题就大量抛售,就会使其蒙受巨大的损失,迫于“套牢之后必须开口说话”,美国大部分机构投资者特别是公共养老基金开始放弃以前的“华尔街准则”用脚投票,转为“积极投资、参与管理”的公司治理导向的投资策略,因此机构投资者在促进公司治理中发挥越来越大的作用。

二、市场功能缺陷对我国上市公司治理的影响

在转轨经济国家,证券市场通常发挥着筹集资金、优化资源配置和促进国有企业转换经营机制三大功能。经过十年的快速发展,我国证券市场已具备了相当的规模,其筹资功能得到了较为充分的发挥,其优化资源配置的功能也开始显现。据统计,2000年底我国股票市场总市值为48 090.94亿元,占当年国内生产总值的53.8%,全年国内股票市场筹资总额为2 103.02亿元,约占当年企业融资总额的20%。1992年至2000年国内股票市场累计筹资额为5 146亿元。巨额资金的投入,改善了我国上市公司的资本结构,促进了企业效益的提高,并通过资本市场的再融资功能进一步优化了经济资源的配置。但与此同时,由于我国证券市场还存在着诸多体制性障碍,造成其在促进公司治理方面的功能缺陷,并进一步影响到我国上市公司治理机制的有效性。主要表现为如下。

(一)市场信息有效性差和投机性导致股价严重偏离公司业绩,使证券市场的价格发现功能失灵,进而使其丧失了对经营者的评价和激励约束作用

根据有关学者的实证分析,我国证券市场的有效性目前处于无效市场(俞乔,1994;吴世农,1996)或者向弱式有效市场过渡的阶段(高鸿桢,1996;杨朝军,1997)。其含义是我国股票市场目前只能基本反映股价所包含的历史信息,但还不能充分反映现在所有公开信息和内幕信息,因此政府应加强对市场运行和信息披露方面的监管。

造成我国证券市场信息有效性差的原因:

第一,上市公司信息披露不规范,还存在大量不充分披露、虚假披露和利用内幕信息交易的现象,如曾受到交易所谴责的ST联谊、PT红光、ST幸福等公司就是典型。

第二,“庄家”内幕交易严重,甚至与上市公司联手操纵股价。如近期披露的“基金黑幕”、“中科创业股票操纵案”、“亿安科技股票操纵案”等事例,反映了我国证券市场还存在严重的市场操纵行为,以致于出现了所谓“股不在好,有庄则灵”的荒唐现象。

第三,市场波动过大过频,换手率过高,平均市盈率过高。据统计,我国股市从1992年到2000年出现了9次大的震荡,平均峰谷相差200%以上,而同期在美国股市的波动中,峰谷相差仅为60%,在新加坡股市的波动中峰谷相差为100%。1993年到1998年,我国股市的平均换手率达437%,而同期纽约、东京、伦敦、韩国和香港股市的平均换手率仅为

59%、29%、64%、152%和56%。2000年上海股市在2000点上方时平均市盈率高达60倍,而近期国外成熟股市的市盈率仍大致在20倍左右。

第四,市场投机气氛浓厚,加上市场炒作题材不重业绩,以致于出现了劣质企业股价高过绩优股、ST股票受到大力追捧的不正常现象。

(二)上市公司股权结构不合理,国有股和法人股占控股地位且不能流通,使证券市场的收购兼并功能失灵

收购兼并功能发挥作用的前提,就是外部投资者有可能通过证券市场收集足够的股票投票权,然后利用董事会来更换在职经营者,从而对经营者产生约束作用。但由于上市公司结构不合理,使我国证券市场的收购兼并功能失灵,这主要表现在:(1)股票被人为地划分为国家股、国有法人股、社会法人股、内部职工股和社会流通股,而社会流通股又进一步划分为A股、B股、H股、S股、N股等,各种类别股在股价、流通性和转让程序等方面具有很大的差异,形成同股不同价、同股不同权和流通市场彼此分割的状况,这样就使通过二级市场收购来获得足够的股票控制权的成本大大高于其可能所获得的收益,从而大大降低了潜在收购者的积极性。(2)大量国有股和法人股不能流通。据统计,1999年底沪深两市上市公司中70%的股权是不可流通的,其中88.6%是国家股,其余的则为法人股,这种状况显然使通过二级市场收购的方式来获得大多数公司的控制权成为不可能。(3)国有股占控股地位。据统计,1999年底沪深两市上市公司的国有股为1 803亿股,占上市公司总股本的62%左右,再加上国有股的公有产权性质所造成的委托人虚位问题,使得上市公司之间的收购重组基本上是通过协议转让的方式进行。

(三)市场退出机制的缺位,使证券市场的约束功能失灵

由于多年来我国证券市场一直未实行市场退出制度,导致部分上市公司重筹资轻转制,不思进取,业绩每况愈下,亏损公司越来越多(表1)。致使许多公司的经营者不把精力放在生产经营上,反而热衷于股票炒作和所谓的“资本经营”上,这样,客观上助长了市场的投机气氛,出现了绩差公司股价高过绩优股,ST、PT公司受到追捧的反常现象。

表1 历年上市公司盈亏状况

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
每股收益(元)	0.35	0.32	0.25	0.23	0.27	0.20	0.2	0.21
净资产收益率(%)	14.60	14.20	10.80	9.50	10.99	7.96	8.23	7.93
亏损家数		2	17	31	41	77	85	92
亏损总额(亿元)	0.33	6.92	20.77	47.54	119.65		116.48	
每股亏损(元)	0.13	0.20	0.37	0.53	0.49		0.51	
亏损比例(%)	0.68	5.26	5.85	5.50	9.16	8.78	8.27	

资料来源:《中国证券期货年鉴(1999)》,1999年的数据引自中国证券业协会编《中国证券市场年报(2000)》。

(四)机构投资者的消极行为,使其在促进公司治理中的积极功能失灵

理论研究和现实经验都表明:发展机构投资者,并不一定就有助于市场的稳定和上市公司治理的改进。事实上,我国证券市场发展中著名的3.17国债风波、近来闹得纷纷扬扬的中科创业和亿安科技股票操纵案以及市场屡禁不止的“做庄”现象,都是机构投资者所为,这说明机构投资者的行为也是由其自身的产权性质、法人治理结构和市场监管制度等因素决定的。

三、完善我国证券市场功能,以此促进上市公司治理

(一)完善信息披露制度,加强证券监管,完善证券市场的价格发现功能

建立完善的信息披露制度,尽量减少经营者与所有者之间的信息不对称,保障外部投资者公平获取信息的权利,是通过发挥证券市场功能来促进上市公司治理的基础条件,也是证券监管部门保护投资者特别是中小投资者利益的核心任务。为此,首先,要促进我国现有会计制度的国际化和信息披露规则的完善,为规范市场主体的信息披露行为制定好游戏规则;其次,要大力加强证券监管,规范上市公司的信息披露行为,严厉打击操纵市场、内幕交易和虚假陈述等违法犯罪行为,促进市场秩序的根本好转;最后,要大力加强投资者教育,引导投资者树立理性投资的理念,最终实现抑制过度投机行为,恢复证券市场价格发现功能

(二)优化上市公司股权结构,逐步实现国有股、法人股的流通,建立和完善证券市场收购兼并功能。

首先,要按照国家对国有经济进行战略性调整的统一部署,逐步减少国有股比例,实现上市公司股权结构的多元化。其次,积极稳妥地逐步实现国有股和法人股全部流通,以及A、B股并轨,消除证券市场的分割状态。第三,尽快公布上市公司收购兼并实施细则,对上市公司收购活动规定更严格的豁免程序和信息披露义务,降低市场收购的体制性成本,鼓励上市公司进行要约收购活动,使通过市场进行收购重组成为一种主要的方式。

(三)建立市场化、制度化的市场退出机制,有选择地实行股票期权制度,完善证券市场的激励约束功能

建立市场化的上市公司退出机制,其前提是实现上市公司市场进入机制的市场化和上市公司信息披露机制的规范化。否则,不仅上市公司市场退出制度的实施会受到各种非市场因素的强烈干扰,而且还可能导致市场退出制度的被滥用,并产生一种错误的市场信号。因此,首先,要在树立证券市场不是一种宏观调控工具的观念的前提下,全面实行股票发行核准制和市场退出机制市场化。其次,要尽快出台与目

前已发布的《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》配套的相关制度和措施,并进一步制定对严重违法违规和长期失去流动性的上市公司的市场退出办法,实现退出机制的规范化和制度化。第三,推进市场退出机制的国际化,建立符合国际惯例的市场退出制度,包括市场退出标准、市场退出程序和相关的信息披露要求等。

建立上市公司股票期权制度,是发挥证券市场的激励约束功能来促进公司治理的一种重要手段。但股票期权制度的实施是有条件、有选择的,否则不仅对公司治理无效反而有损。具体来说,实施中要注意以下几点:一是股票期权的设计要体现它对经营者激励约束的“双刃剑”作用。二是股票期权的激励对象是拥有异质性人力资本的企业家和稀缺性管理技术人才,不能将它扩大化成对一般性管理人员(如党委书记、工会主席等)或全体员工的一种激励措施。三是股票期权的适用行业主要是需要充分发挥企业家和稀缺性管理技术人才人力资本作用的高新技术产业和竞争性强的产业,而对主要依靠垄断性自然资源或管制政策获利的行业和企业则作用不大。

(四)充分发挥机构投资者在公司治理中的积极作用,促进公司治理机制的完善

首先,在完善国有投资机构股权结构的前提下,建立其激励与风险对称的法人治理结构,使之成为能对风险和收益作出灵敏反应的市场主体;其次,在规范现有证券投资基金的同时,要大力发展多种类型、多种所有制、多种投资理念的机构投资者,特别是要大力发展注重长期投资和监管严格的养老基金和保险基金投资者,实现投资机构的多元化;第三,要通过法律制度和外部政策的调整,改变机构投资者参与公司治理的成本收益严重不对称的状况。如改进信息披露制度,使之更好地满足外部投资者参与公司治理的信息需求;实行委托投票制度,减少机构投资者获得足够股票投票权的成本等等,从而使其从消极的机构投资者变为主动参与公司治理的机构投资者。

参考文献:

- [1] 张维迎. 企业理论与中国企业改革[M]. 北京: 北京大学出版社, 1999.
- [2] 李健. 公司治理[M]. 北京: 经济科学出版社, 1999.
- [3] 裴平. 中国上市公司股权融资研究[M]. 南京: 南京大学出版社, 2000.
- [4] 黄群慧. 企业家激励约束与国有企业改革[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2000.