

战略投资者与公司 治理结构、二级市场

杨 宏 洪海明 顾晓莉

随着证券市场引入“债转股”的债务重组方式和战略投资者概念后,今后的市场中,机构投资者的队伍将会逐渐庞大,所占资本市场的股本比例会迅速增长,这些借鉴国外通行惯例的做法能否使机构投资者成为上市公司经营者的有效监督人,以进一步改善公司治理结构呢?而且在此基础上,利用机构投资者在资金、人力和信息上的优势,以及他们各自完善和稳定的运作机制,进一步倡导理性投资的氛围,能否在整个市场中发挥稳定股市的作用呢?

一、机构投资者的范围界定

在我国市场上,通常所说的机构投资者是指信托公司、证券公司、基金等非银行金融机构。而引入战略投资者概念后,范围已大大扩大,按照战略投资者的定义:在中华人民共和国境内登记注册的除证券经营机构以外的有权购买人民币普通股的法人,法人分为两类:一类是与发行公司业务联系紧密且欲长期持有发行公司股票的法人的法人即战略投资者,一类是与发行公司无紧密联系的一般法人。依此,国有资产托管公司和各类企业也作为机构投资者的一部分;再按照“债转股”债务重组办法的试行,以银行为背景的控股公司和金融资产管理公司也纳入法人投资群体,扩大了现有的机构投资者的格局。随着机构投资者大量加盟资本市场,无疑有利于形成上市公司所有权结构的多元化格局,为有效公司治理体制的建立打下所有制基础。

从理论上讲,无论个人或机构投资者,投资的目的都是以尽可能低的投资风险获取最大的投资收益。但机构投资者又有其本身的特点;第一,法人机构是一个群体,他们倾向于做长期稳定的投资,而国家对他们的证券持有时间的限定又限制他们只能做长线投资,以防止他们进行短期炒作。第二,法人机构有能力在研究、开发以及基础设施上投入巨资,且具有稳定的投资运作机制,能在竞争中保持领先地位。第三,在法人控制的企业中,法人所持的股份占有一定的比例,在一定程度上,他比个人投资者更能真正行使投票权,从而直接参与公司的经营管理。

二、机构投资者与公司治理机制

公司的所有权与经营权的分离,必然造成公司所有者与经营者的利益冲突,公司治理机制要处理的是公司资本所有者确保自己可以得到投资回报的方法问题。机构投资者的出现

为解决公司控制问题提供了可能性。根据委托—代理理论,由于代理人与委托人的效用函数的不一致,就会在信息不对称和合同不完全条件下出现“内部人”控制问题。机构投资者中的作用体现在以下几个方面:

1. 对高层管理人员的有效的监督机制 机构投资者多由专业人员经营,这些人员有能力、有时间和财力对所投资的上市公司进行有效监督,假如机构投资者持有上市公司较高股本比例的话,就能够直接掌握企业的资金和财务状况,避免了信息的不对称,增加了监督的有效性,可以约束企业经营者对所有者目标的偏离,强化了股东约束机制。

2. 规范公司的经营管理机制 过去,由于一些上市公司股权多控制在一家大股东手中,故而中小股东由于股权太少而使他们的利益往往被漠视,导致上市公司擅自更改募股资金用途、转移或隐藏公司利润、盲目投资、随便为他人担保、信息披露不及时、关联交易不规范等损害中小股东权益的事例屡屡发生。而机构投资者的存在,增加了公司中说话有份量的股东,当上市公司行为不规范等侵犯股东利益时,他们就会采取“用脚投票”的机制而制约上市公司短视行为;另外,上市公司在分配方面,可能会更多地倾向于分红派息,以持续稳定的高额股息收益回报机构投资者。

三、机构投资者与二级市场

从投资者追求利润最大化的角度出发,客观地讲,机构投资者并没有稳定股市的法定义务,但从结果上讲,机构投资者却又现实地起到一定程度的稳定作用。这是由机构投资者特别是基金的运作机制、投资理念和风格所决定的。

机构投资者一般以中长期投资为主,比较重视基本面,以稳健的操作避免盲目冲动的短视行为,进而形成了一种理性的投资氛围。机构投资者是中长线投资者,他们的投资理念一般倾向获得较高的股息收益,在约定的持股期限内,股价的波动与之影响甚小,即使在持股期限过后,由于所持股票在二级市场面临较大的抛售压力,也会对机构投资者进行短期投机形成制约。机构投资者进入二级市场后,毫无疑问会对其他个人投资者的投资行为和偏好产生较大影响,特别是基金每月需公布资产净值及投资组合,使社会公众便于了解基金的持仓量和投资结构以及对后市的态度,从而引导个人投资者入市与否和投资时机,在一定程度上起到稳定股市的作用。

另外,由于机构投资者的持股结构的引导,申请上市的公司以优质公司为多,而且这些公司上市后将会努力持续发展,坚持业绩稳定增长,使投资者从公司业绩增长中获得较高收益,引导个人投资者避免冒风险搞投机。由于机构投资者对宏观经济、行业形势和公司分析进行科学的判断和预测,更多地注重从上市公司中获取稳定的股息收入,而中小投资者也会逐渐弃投机而选择安全稳健的投资方式,进而减少了股市中的投机气氛,培育理性的投资理念。

四、改善市场环境,提升稳定器作用

从当今世界各国的机构投资者的表现来看,特别是德、日、英、美等国的机构投资者在资本市场的作用是显而易见的,无论对公司治理结构或股市都起着重要的作用。但在国外也

有一部分机构投资者不情愿陷入公司的经营管理中去,不愿干预和影响经营者的人选,也就是说,部分机构投资者处于一种消极股东状态,这一现象理应引起我国管理层的重视。根据笔者分析,国外机构投资者处于消极状态的主要原因是:

1. 机构投资者所持股份的转让,是妨碍机构投资者成为积极股东的最大障碍 与花费成本和精力来参与公司的经营监督相比,出卖所持股份而轻松获利对他们更有诱惑力。当股价上升特别是发生收购事件,机构投资者往往出卖所持股份以获利。

2. 从总量上看,机构投资者持有上市公司股份比例较大,但每一个机构投资者对每个所投资的公司所持比例并不很大 机构投资者为了分散风险,大多数将投资分散到多个公司,这就使他们成为多个公司的小股东,这说明依靠某些机构的单独行动不足以对公司经营产生影响。只有通过机构投资者联合行动,才能达到真正控制董事会的目的,但集体行动的成本过大,与投资者的收益相比是一个难以衡量的问题。

3. 在机构投资者中存在“免费搭车”问题 即每个机构投资者都存有侥幸心理,期望通过其他投资者的监督行为而使自己获益。另外,一些机构投资者或委托经营人往往与投资的公司有利益关系,这样他们在行使股东权时,多从本身的利益出发,而不是从股东利益出发,与被监督的经营者有一种暧昧的合作关系。

4. 谁来监督监督者的问题 机构投资者远不及公司的经营者对股东的负责程度,与公司的经营者相比,他们更缺乏监督,机构投资者的部门经理可能会从自己的利益考虑而怠于行使监督权。

由上面的分析来反观我国市场,那么,从哪些方面来完善我们的市场规则和环境,进而保证机构投资者稳定器的作用呢? 投资者股票投资的收益是股利和资本利得两种形式。而股利分配又是投资者获益的最直接、最稳定的方式。但在沪深股市中,近年来不分配现象愈演愈烈,特别是 1999 年中报公布中,有 80% 以上的公司不分配,无论从预期亦或事实结果看,理性投资意味着亏损,投资者投资股市的获益途径只剩下资本利得,期望在股市中赚取差价,从而增加了二级市场的投机气氛。相对美国市场,上市公司普遍采取稳定增长的现金股息政策,股票红利和股份拆细是资本市场运作的重要手段,使美国股市健康发展。因此,业绩的增长才是关键,唯有业绩的增长才能营造理性投资的氛围。

由于我国采用额度控制的办法发行股票,不少公司的规模较小,这些公司为迅速壮大自身的实力以及不支付现金而发放股利,往往采取高比例的红股股利和资本公积金转增股本,有些公司为了融资的利益,尽可能地扩大股本,以便今后配股时能筹集更多的资金。再者,到目前为止,我国还存在股权结构不合理等问题,很多公司的流通股只占总股本的一部分,比例最大的部分是不能流通的法人股和国有股,有些公司还有 A、B 股之分,还有部分公司有内部职工股,这些公司的投资者的投资成本投入是不一样的,存在收益的差异性。

因此,要使机构投资者充分发挥稳定股市的作用,就必须理顺参与各方的博弈环境和动力机制,解决国有股、法人股和社会公众股的异股同权问题;另外证券监管部门必须对股票发行过程中可能出现的问题进行监管,防止机构投资者利用股票发行方式的变化来操纵股价,防止某些机构投资者和承销商为谋取暴利而联手牺牲国有或国有控股上市公司的利益造成国有资产的流失问题,进而避免股市的过度投机行为,切实配合国有企业改革的深化,促进股市的健康发展。

(作者单位:上海交大恒银证券研究中心)