

核心话题

要重视“无主”上市公司的治理

《中国证券报》报了一组令人非常诧异的数据,截至11月2日A股上市公司中共有156家无实际控制人。其中,沪市主板有64家,深市创业板有27家,深市中小板有30家,深市主板有35家。导致“无主”的主要原因是:解除一致行动人关系、原实际控制人直接或间接减持、定增稀释股权、换届选举导致管理层变更以及IPO前股权分散等原因。

所谓“无主”就是不愿意再履行控股股东的职责和信披义务,上市公司股权异常分散,公司实际控制权在经营管理层。这些被大股东抛弃的上市公司自然是不太好的公司,但如果有人想从二级市场进入控制这些公司也没那么容易,上市公司经营管理层会排斥,监管部门也不太主张“野蛮人”控制上市公司,结果导致这些“无主”上市公司进入两难境地。

这也是A股市场遇到的新现象。前些年A股市场还在苦恼大股东一股独大的现象,尤其在

文 / 苏培科



作者为对外经济贸易大学公共政策研究所首席研究员

从美国公司治理的经验来看,对股权分散的公司经营管理层应该实施股票期权激励,可以鼓励经营管理层的积极性,也可以避免他们只重视短期利益而忽略公司长远发展和忽视股东权益。

股权分置改革之前,大部分上市公司只有三分之一的流通股,大股东的法人股一直被锁定,于是上市公司大股东持股比例非常高,各种掏空上市公司、挪用上市公司资金的行为屡有发生,很多人将其归咎为大股东一股独大,各种呼吁股权分散化和多元化的声音不断,但没几年工夫就出现了现在的新情况,没人愿意承担实际控制人和大股东的职责,大多数A股上市公司的大股东都想减持套现走人,当然这与A股高估值有关,很多上市公司实际控制人和大股东对公司未来没有信心。

有个很有意思的段子,就是很多A股上市公司每年的净利润不够在北京买一套房,有些上市公司甚至在卖房度日,但A股上市公司1%的股份却能买好多套房,显然上市公司大股东逃跑不是无缘无故的,这种现象应该引起监管部门重视。

理论上,股权高度分散的上市公司往往持续经营能力较差,这是因为股东参与上市公司治理

需要花时间成本和财物投入,而股东收益却有限,因此股东一般会理性选择搭便车,对公司经营管理漠不关心,导致经营层控制公司,形成内部人控制现象,而公司经营管理层为了短期绩效往往会采取竭泽而渔的短期行为,不会做长远布局和长期经营的打算。

而有实际控制人和有绝对大股东的上市公司经营行为不同,尤其创始管理人在公司担任高管,不是单一地追求经济利益,他们对企业有强烈的依恋感,往往会将公司的价值和未来作为自身价值的延伸,有时不会计较自身的报酬与得失。当然这需要合理的股权激励机制,如果一个上市公司的一把手不持有公司股份或者象征性持有,则经营管理目标与股东利益最大化很难有效统一,其实“无主”上市公司之所以要重视主要原因也在这里。

梅雁吉祥(600868.SH)曾是非常典型的“无主”上市公司案例,2005年大股东梅雁实业的持股为23.25%,此后一直减持股

份,导致持股仅0.66%的孙煜曾“被动”成为第一大股东,其股权的分散程度可想而知,于是后来被国家队、恒大系屡屡进驻,但直到今天似乎也没有发生重大的改变,分散的股权结构与上市公司经营管理层之间似乎成了两张皮,机构们进入这些股权分散的公司,给市场释放强庄入市的信号,但最终这些股权分散的公司都成为机构们炒一把概念就撤的套利工具,没有一个大股东愿意进入公司经营管理层来主导公司的可持续发展。

或许有人会说,美国有大量的大股东持股比例不足5%,为何经营管理和上市公司治理如此高效?而且问题没有A股市场那么严重?美国市场与A股市场是有差异的,美国上市公司不像A股隐含这么高的壳费,垃圾公司退市率很高,我们看到的美股大都是好公司,大量的问题公司都快速退市了。另外美国市场的契约精神和职业经理人制度比较成熟,财务投资者对控制上市公司并无兴趣,除非

是想敌意收购。事实上美国很多个人股东持股的目的是为追逐股息和股价差额收益,而机构投资者作为私人投资者的代理,受到股权终极所有者(基金投资者)短期获利要求的制约,决定基金等机构投资者以分散风险、改变投资组合、优化资产配置来提高投资收益,二者都无兴致控制上市公司和亲自主手经营运作公司。因此美国上市公司股权相对分散,但公司治理相对健康,而且又有AB股制度来确保企业创始人和经营管理层的核心决策权,再加上完善的期权激励机制,从而在制度上解决了目前中国A股上市公司面临的问题。

从美国公司治理的经验来看,对股权分散的公司经营管理层应该实施股票期权激励,可以鼓励经营管理层的积极性,也可以避免他们只重视短期利益而忽略公司长远发展和忽视股东权益。

作者系对外经济贸易大学公共政策研究所首席研究员;欢迎与作者交流:spk518@163.com 作者微信公众号:cjmrring

上接 E3

通常人们总是选择比自己好很多的人进行对比,也就是往上比较。这在潜意识里体现了人们追求更好生活的渴望,但客观上也是人们烦恼的根源。往上比较,意味着给小张再多的工资也不会得到好的评价,因为总有别人比自己拿得多。经常听到有人在私下说,凭什么他拿那么多?凭什么他是财务总监?如此等等。在社会比较当中,人们会高估自己的价值,而低估别人的价值,从而产生收入不平等的错觉。

过去经济学家并不认为社会比较是一个问题。对收入而

言,理性经济人会充分考虑到各种收入的来源和状况,从而形成一个统一的收入口径,比如一生的总收入、持久收入等等。这些收入口径下的收入水平是绝对额,不是相对额,从而人们关心的是如何通过提升自己的人力资本水平来获取更多的收入,这种情况下是理性的。但新兴的行为经济学则不这么看,现实的人其实不可能充分预见自己一生的收入状况,也不可能清醒地认识到自己的收入是否是劳动市场的均衡收入水平,真实的情况是,人们总是选择某个参照点,

不停地进行比较,从而人们对自身处境做出误判,产生无穷无尽的烦恼,都来源于此。

小张的第二个认知偏见来自于对收入决定的误判。小张认为自己拿得少是所在公司给的少。表面上看,小张的工资是其所在公司发的,的确取决于公司本身。问题在于,对公司而言,小张的工资就是支出项,构成成本的一部分。公司要挣钱,就得尽量降低成本。在一个劳动市场上,公司之间存在竞争关系,劳动者之间也存在竞争关系。假如一个公司给得工资太低,就没有

人来求职,公司就招不到合适的员工,这样的公司迟早会被淘汰。反之,如果公司给得太高,成本就会上升太快,公司也缺乏竞争力。最终,市场竞争会形成一个均衡工资水平,同样的岗位在不同的公司中收入差不多。所以,如果小张选择跳槽,实际上是无法提高其工资水平的。

当然,在市场上还存在这样一种情形,有一类公司愿意给出高于均衡工资的工资水平,这个被称为“效率工资假说”。这些公司之所以愿意这么做,是因为想通过高工资吸引更好的员工加

盟。问题在于,在效率工资假说下,一个公司采取了高出均衡水平的工资策略,就会吸引大量的求职者来求职,求职者之间的竞争会提高该岗位的实际人力资本水平,从而获胜的求职者最终所得报酬依旧是和人力资本水平相称的。也就是说,求职者并没有占到便宜。劳动市场的竞争在一般情况下会让劳动者的报酬和其人力资本水平匹配,这是劳动市场有效的核心。

小张是地道的北京人,不存在禀赋差异问题。消除小张这类人的抱怨,最有效的办法就是努

力消除劳动市场上的不公平竞争,让劳动力充分流动起来,让劳动市场公开透明,让劳动市场的法律保障和其他制度保障完善化等等。收入高低很正常,但这个高低得有道理才行。如果因为劳动市场的各种扭曲和不恰当干预导致了收入差异,那么就会导致真正的不公平,这才是应该重视和解决的。不过我们还要注意另一个隐含的更重要的问题,就是有很多人因为各种各样的社会原因输在了起跑线,这个时候上面的分析就不适用了。这个后文再谈。



東道

www.dongdao.net

品牌创意集团



东道官网



东道公众号

广告

20年历史, 国家文化产业示范基地
解建军先生创办了东道设计学院
2014年至今获得300多项国际大奖

全国统一客服热线

400-890-8989

品牌研究 / 品牌战略 / 品牌设计 / CI.VI.LOGO设计 / 视觉传达设计 / 包装与产品设计 / 环境设计 / 导示设计

 APEC CHINA 2014 2014 APEC 峰会 品牌/VI/空间设计	 BRF 一带一路峰会 LOGO/VI	 BRICS 2017 CHINA 2017金砖会晤 LOGO/VI	 EMDCD 2017 CHINA 新兴市场国家与发展 中国家对话会会标	 HANGZHOU SUMMIT 杭州G20峰会 综合应用设计	 Expo 2019 EIJING 2019北京园博会 LOGO/VI	 水立方 LOGO/VI/SI/品牌/年度视觉	 杭州城 LOGO/VI	
 中国人寿 CHINA LIFE 中国人寿 LOGO/VI设计	 PICC 中国人民保险集团公司 VI/VI/品牌/年度视觉	 中储粮 SINOGRAIN 中储粮 LOGO/VI	 JD.COM 京东 VI设计	 苏宁易购 suning.com 苏宁易购 LOGO/VI	 GOME 国美在线 LOGO/VI/宣传册	 国家体育馆 LOGO/VI	 AIR CHINA 中国国际航空公司 VI/CI/SI/企业文化/品牌战略/年度视觉	
 西藏航空 LOGO/VI/VI	 Haier 海尔 VI/VI/品牌/年度视觉	 新东方 XDF.CN 新东方 LOGO/VI/VI/品牌/年度视觉/品牌设计	 HNA 海航航空 VI	 KunLun 昆仑 中国石化集团润滑油 VI/VI/VI/品牌/年度视觉	 河套文化博物馆 LOGO/VI	 南储 南储集团 LOGO/VI/品牌/年度视觉	 Bubble 巴巴 巴巴 LOGO/VI	
 X13	 X26	 X22	 X20	 X23	 X44	 X9	 X48	 X23