

# 绩效和财富： 我国公司治理中的股价效应

阳 晓 明

(四川师范大学 草堂校区, 四川 成都 610072)

**摘要:**资本市场是公司外部治理机制的主导力量。股价水平既是管理者绩效的显示,又具有巨大的财富效应。低估的股价可能引发代理权竞争和敌意接管。在我国,股价在公司治理中的约束机制和激励机制失效,其原因除了证券市场上股价形成机制的非理性因素外,更主要的原因在于我国公司治理结构中的先天性缺陷,其中关键是要解决公司股权结构中的国有股“一股独大”的问题。

**关键词:** 股票价格; 公司治理; 绩效; 财富

**中图分类号:** F279.246 **文献标识码:** A **文章编号:** 1000-5315(2003)01-0014-06

理论界把公司治理分为内部治理机制和外部治理机制,其中,由产品市场、经理市场、资金市场、资本市场等组成的市场体系被称为公司治理的“外部机制”。这不仅因为在理论上企业和市场是两种可以相互替代的“资源配置方式”,而且在实践中上述外部市场体系对企业治理结构的建立、完善和运行效率起着制约作用。更为重要的是,高度发育和充分竞争的市场体系,形成了防范企业管理者利用企业契约的不完备和信息不对称而产生“道德风险”的外部约束机制,也为企业投资者观察管理者努力程度和考评管理者经营绩效提供了信息支持。在典型的外部型公司治理结构中,资本市场又被认为是公司治理结构中最重要外部力量。而资本市场对公司的治理约束,主要是通过公司股价波动、代理权争夺和敌意接管等方式表现出来的。其中,又以股票价格的指示性和特异性最强。这是因为,股价水平不仅具有管理绩效和公司价值的显示功能以及蕴含着巨大的“财富效应”,而且,持续走低的股价也往往是代理权争夺和敌意接管的导火索。

## 一 股票价格对管理绩效和公司价值的显示效应

股票市场的竞争性价格发现功能,实质上来自众多的投资者对系统性和非系统性收益及风险因素的倾向性判断。因此,从系统性角度讲,股票市场是国民经济的“晴雨表”;从非系统性角度讲,特定公司的股票价格就是该公司股票投资价值和管理绩效的“显示器”。因为,有关公司公开的和非公开的信息、历史的和现在的信息、系统性的和非系统性的信息,都将被证券市场“刻录”下来,并最终通过股票价格这个综合性参数“显示”出来。美国芝加哥大学教授法玛(Fama)按股票价格对信息反映的有效程度,将市场效率分为弱式、半强式和强式三种[1](105页)。弱式效率是指股票价格反映了过去的价格和交易信息,即仅仅使用历史

收稿日期:2002-04-15

基金项目:本文受国家自然科学基金委员会国家杰出青年基金资助(项目名称:管理科学若干问题的理论与应用研究,项目批准号:79725002)

作者简介:阳晓明(1957—),男,四川省绵阳市人,四川师范大学草堂校区管委会副主任,教授。

价格进行图表和技术分析无助于发现那些价值被低估的股票;半强式效率是指股票价格不仅反映了历史价格所包含的信息,而且反映了所有其他公开的信息,即通过使用和处理这些信息进行投资决策无法找到被低估的股票;强式效率是指股票价格反映包括公开信息和非公开信息,即任何投资者都不可能持续发现价值被低估的股票。也就是说,在规范的、成熟的证券市场上,有关公司价值的信息都集中反映在公司股票价格的变动中。强式效率的证券市场意味着股票价格是合理的,是其价值的真实体现。即便是弱式效率的市场(例如中国新兴的证券市场),尽管证券市场的“噪声”较多,存在许多非理性的投资因素,但就某一公司股价历史变动的大波浪而言,也是与该公司业绩的起伏大致吻合的。

股票价格的短期波动由于其影响因素较多,因而不会明显地对公司治理产生制约作用。但任何公司的管理层和投资者,都不会无视股价长期变动对公司的影响,有时这种变动对相关者利益的影响甚至是致命的。这主要体现在以下三个方面。

### 1. 公司股价对经理人形成压力,有时甚至是人事更迭的导火索

股票市场提供了外部监督手段,因为股价可以反映公司管理者决策的含义。低股价会对管理者施加压力,迫使其努力工作,实现股东利益的最优化。国外有许多学者对股价与公司业绩的关系的研究成果表明,股价总是很快地且以一种公正的方式对公司各种事项(例如公司报表、分红、配股、项目投资、人事变动)作出反应,尤其是对公司收益的反应更为敏感,有时甚至超前数月就已有所反应。股票市场似乎每时每刻都“洞悉”着公司管理者的一举一动,并通过股价的变动对其经营能力和努力程度进行判定和评分。持续下跌的股价就像“难看的脸色”,会使管理者感受到巨大压力。

在公司业绩下降导致股价下跌的情况下,如果公司管理者不采取有效的措施扭转公司的经营困境,就可能最终因股东的不满而被免职。华纳(Warner)等学者收集了1963—1978年间在纽约证券交易所上市的269家公司的管理者变动情况,这些管理者包括董事会主席、首席执行官或总裁。他们发现,股票价格的较差表现很可能导致管理者换任率增加,即二者存在明显的相关性[2](514页)。同时,一些早期的研究也发现,高层管理者变动存在显著的正价格效应。一系列的研究都证明了股票价格的起伏波动,具有替换无效率管理者或者鼓励管理者使股东财富最大化等方面的约束或激励作用。

在中国新兴的证券市场上,虽然还有较多不规范的地方,存在较多影响股票价格的外生变量,但是,上市公司的管理者仍能感受股价的压力,这是不争的事实。因股价持续下跌,促使公司实施战略调整、变革组织结构、调整领导班子的例子并不鲜见。例如,曾被誉为中国第一蓝筹绩优股的四川长虹,从最近一次分红派息除权日1998年8月10日至2001年8月10日的三年时间里,在上证指数净升725点(升幅为58.94%)的市场环境下,由于四川长虹的每股收益从1.70元下滑至0.13元(降幅为92.51%),使其股价从19.60元下跌到8.38元,跌幅高达57.24%。若将同期大盘上涨58.94%对个股的拉升作用考虑进去,按提高后的市场平均市盈率计算,那么,四川长虹股价在三年中相对于大盘的跌幅达到73.07%。这一数字与同期长虹公司业绩下降92.51%的幅度是基本吻合的。四川长虹业绩和股价的大幅下跌,引起了投资者的严重不满和对其经营方针、战略思路的指责。在巨大压力下,最终引发了公司组织架构的整合和管理层调整。2001年2月,长虹董事会通过决议,由原已退居幕后的董事长倪润峰再度出山,接任公司CEO职务。

### 2. 股价走低可能引发代理权争夺和敌意接管

代理权争夺是对公司目前经营管理持不同意见的股东或股东集团,为推举自己的代言人进入董事会而发生的“表决权竞争”。由股价下跌而发动代理权争夺的股东有两类。第一类是公司老股东。由于低水平的股价,影响了股东财富的增长,因此,使股东对公司管理者的能力产生了怀疑,对公司目前的经营业务提出了异议。为改变现状,第一步就是必须推举自己的人进入公司管理层。例如,早在1993年8月,当时的君安证券公司作为深圳万科公司的股东,就因不满万科公司管理层的业绩和单一的房地产业务,发起了整改万科公司的表决权战。第二类则是新股东。他们是趁公司股价持续下跌而购入大量廉价股票,但又未达到控股或第一大股东的程度。这类代理权之争带有试探性目的,后期往往会演变为敌意接管。典型案例就是发生在2000年上半年广州通百惠服务公司与山东胜利集团之间对山东胜利股份有限公司的代理权之争。前者

就是在法人股拍卖市场上,廉价购得了占总股本 13.77% 的股份。无论是哪一类代理权争夺,它们都是因较低的股份水平而引发的,都是对管理层表现记录的否定。由于代理权争夺代表着对管理者能力进行的一种投票表决,因而对公司治理能够起到约束作用。国外统计表明,尽管大多数代理竞争在初期是不成功的,但是,到代理竞争结束的三年内,有超过 80% 的公司发生了高层更换[2](518 页)。

敌意接管则是证券市场的“袭击者”收集目标公司的股票并达到控股或相对控股的程度,通过对目标公司管理层的全面改组和经营业务调整,最终获取目标公司的管理控制权和经营决策权。敌意接管发生的原因较多,从目标公司来看主要有三点:(1)发生了严重的“内部人控制”,引起股东严重不满,在内部治理失效的情况下,股东通过“用脚投票”抛出股票,造成股价超跌、公司资产人为贬值;(2)公司由无能经理掌管着,业绩不佳,造成企业资源的低效益运行;(3)公司所处行业不景气、主营业务前途暗淡,需要通过资本市场进行要素重新配置。敌意接管被认为是解决公司治理失效的“最后一招”。频繁发生的敌意接管案例,对其他公司的管理层无疑是“前车之鉴”,他们只有为股东利益努力工作,才能避免“重蹈覆辙”。根据美国证券数据公司收录的 1989—1993 年 129 家被兼并公司的资料表明,这些被兼并公司的 1341 名董事中,有 946 位在被兼并后离职,比例达到 71%。龚玉池对我国沪深证券市场 1993 年底上市前的 150 家非金融公司的统计表明,这些公司在 1995—2000 年期间共发生了 57 次成功的收购事件,除一次未导致总经理在收购前后一年离职外,其他董事长、总经理均在收购前后一年内离职[4]。

### 3. 低迷的股价会严重影响公司在资本市场上的融资功能和管理者在经理市场上的声誉

证券市场的重要功能就是实现社会资源的优化配置,在竞争性价格机制作用下,引导资金向管理好、效益高、成长快、股价水平高的企业和行业流动。反之,若公司股票价格长期处于低迷状态,投资收益率低于市场平均水平甚至亏损,则会严重影响公司在证券市场上的形象,降低其融资功能。由于融资功能的降低或丧失,又会进一步制约公司的发展,甚至导致在证券市场上被摘牌。另外,公司股票在证券市场的不佳表现,也会在很大程度上影响公司管理者在经理人才市场上的“声誉”,降低其人力资本价值,严重的还会因此而断送其职业生涯。

## 二 股票价格对于公司管理者的财富效应

在支薪制下,公司管理层的报酬与股价没有直接关系。但是,随着股票奖励和股票期权等权益性报酬计划的实施,公司股价的变动就将直接影响管理者的未来财富。而且,随着期股和期权所占报酬比例的不不断提高,股价水平及其上升比例简直就成了公司管理层财富的指示器。例如,1997 年对公司总裁的报酬结构中,美国标准普尔 500 家大型公司有 31% 的公司颁发了限制性股票,其价值中位数为 69 万美元;有 83% 的公司颁发了期权,若按未来 10% 的股价增长率计算,其价值中位数高达 684 万美元;该年度总裁们已实现的期权收益的中位数达到 144 万美元[3](313 页)。由于股票期权是在未来某个时间(行权期)以固定价格(行权价)购买公司股票的权利,因此,期权的价值是不确定的,它的价值随着股价上涨而增加。若到了行权期,股价不上涨,则期权无任何价值可言。正因为如此,现在人们普遍认为期权方式会激励经理努力工作并将经理自身财富与股东财富捆绑在一起,同升同降。典型的期权奖励的潜在价值比经理的工资和奖金总和还要高出许多倍。在位多年积累起来的期权奖励对经理来说,不啻代表了令人惊叹的财富箱。例如英特尔公司总裁 Andrew Grove 1997 年所报已实现期权收益达到 9459 万美元,旅行者集团总裁 Sanford Weill 的这一数字为 8523 万美元,列美国标准普尔 500 家前两位。

杰森和墨非研究了经理报酬与公司股票市价的关系。他们发现,相对于企业股票市价总值 1000 美元的变动,经理报酬变动约 3 美元,即弹性系数 0.3% [2](512 页)。尽管这是一个很小的弹性,但并不能说经理报酬与公司市场价值的相关性差。因为相对于公司巨大的价值,0.3% 的弹性对经理报酬的影响是很大的。在以期权为主的报酬制度下,公司管理者与证券市场上换手率较高的持股者相比较,前者的利益眼光、经营行为和对公司股价的关注反而更为长远。

## 三 中国公司治理中股价“失效”的原因分析

股票价格无论是作为公司业绩和经理努力程度的“显示器”,还是作为可能引起代理权争夺和敌意收购

的“导火索”,或是经理期权、期股等未来巨大财富的阿里巴巴式的“口诀”,它对公司管理者无疑都会产生很大的压力和动力,从而形成了公司治理的外部约束机制和激励机制。尽管随着我国证券市场的逐步发展和公司治理结构的完善,股价在公司治理中的作用已开始显现出来,但是,与成熟市场经济国家相比较,其作用仍不明显、功能还不健全。究其原因,除了证券市场中股价形成机制的非理性因素外,更重要的是中国公司治理结构存在先天性缺陷,这主要表现在以下方面。

1. 公司管理者的“角色错位”

在成熟的市场经济中,公司管理者是股东利益的代表,企业经营的目标是股东财富最大化。而股票价格是股东财富的象征,股价水平直接影响股东投资报酬,因此,公司管理者会强烈地感受到股价这个“难看脸色”的压力。但是在我国,证券市场的上市公司绝大多数是由传统国有企业经过“改制”甚至“包装”上市的,这些国有控股上市公司在治理结构上仍深深地带有传统体制的烙印。据中国企业家调查系统发布的《2000年中国企业经营者成长与发展专题调查报告》显示,目前我国仍有高达79.5%的企业经营者是由上级主管部门或相应的组织部门选拔任命的。而这些政府部门或党务机构并不是真正的资产所有者,他们自身的利益和工资收入与所代表的国有资产的经营效益没有任何联系,与所管辖企业的股票价格更是“风马牛不相及”。这些官员不关心股价,也不会把股价作为考评其经营绩效的工具。由于国有产权主体的“缺位”和企业管理者在选拔任命上的政府化,因而出现了国有控股上市公司管理者的“角色错位”。首先,从性质上讲,这些企业管理者既是代表国有资产所有者的经营管理者,又是代表上级政府机构的行政官员,还是代表特定党派的党务工作者;其次,从利益代言人讲,他们既是公司投资者的代表、公司的代表,同时他们作为党和政府各项方针政策的维护者和执行者,也是党和政府利益的代表;另外,作为“企业社会”的“父母官”,他们还是职工利益的代表。因此,严格地讲,国有控股上市公司的老总们并不是股东利益的代表,他们只对选拔、任命他们的机构和官员负责,不用对投资者负责;他们只需按官员的旨意行事,而无需顾及“股价的脸色”;他们即便是关心自己公司的股价,其目的也更多地是为造市和进一步“圈钱”,而很少顾及股东财富。

2. 缺乏对公司管理者的长期激励机制

目前,我国证券市场股价变动对上市公司管理者长期收益影响是很小的,主要原因有两个。一是上市公司管理者持股数量很少;二是期股、期权等权益性报酬计划尚处于探索阶段,至今还没有一家境内上市公司实施期权奖励。截止2000年底,我国1064家境内上市公司中,分别只有43.2%(460家)和42.8%(455家)的公司董事长和总经理持有本公司股票,有一半以上是“零持股”。下表是笔者根据上市公司2000年年报及按2001年8月16日收盘价所统计测算出的上市公司及其董事长、总经理持股市值情况。

2000年中国境内上市公司及高层持股市值计算分析表 (单位:万元)

		当前市值		按股价上升10%计算		个人持股市值相对于公司市值的弹性系数
		公司	个人持股	公司市值增加额	个人持股市值增加额	
		①	②	③	④	
董 事 长	前10位平均	526770	2473.30	52677	247.33	$4.70 \times 10^{-3}$
	中10位平均	401028	14.51	40103	1.45	$3.62 \times 10^{-5}$
	后10位平均	843084	1.11	84308	0.11	$1.30 \times 10^{-6}$
总 经 理	前10位平均	456209	2294	45621	229.4	$5.03 \times 10^{-3}$
	中10位平均	522380	11.53	52238	1.15	$2.20 \times 10^{-5}$
	后10位平均	675076	0.72	67508	0.07	$1.04 \times 10^{-6}$

资料来源:根据上市公司年报,《中国证券报·网络版》等资料整理。

由上表可见:按持股家数的中位数计算,若公司股价上升 10%,这些公司董事长和总经理的股票价值仅增加 1.45 万元和 1.15 万元,远远低于他们的年度现金报酬。同时,笔者还对境内上市公司董事长、总经理个人持股市值相对于公司市值的弹性系数进行了计算分析:上市公司持股前 10 名的董事长、总经理个人股票价值弹性系数分别为 0.47% 和 0.53%,意味着对应于公司市值 1000 元的增加,他们的个人财富将增加 4.7 元和 5.3 元。弹性系数甚至超过了前面所提到过的国外 0.3% 的平均水平。但是,进一步分析发现,在前 10 家公司中除 3 家属国有控股外,另外 7 家均是民营或集体资本。而中 10 位和后 10 位则几乎都是国有直接或间接控股的公司。以董事长持股为例,中 10 位和后 10 位的平均弹性系数分别为  $3.62 \times 10^{-5}$  和  $1.30 \times 10^{-6}$ ,同样对应于公司市值 1000 元的增加,他们个人财富仅分别增加 0.036 元和 0.0013 元,仅是国外平均水平的 1.2% 和 0.04%。因此,由于国有控股上市公司高层管理的持股数量少,甚至“零持股”,因而其个人财富与公司股价几乎不存在相关性。在股价财富效应为零的情形下,股价也就失去了对管理层的长期激励作用。

### 3. 国有股“一股独大”

由低水平股价引发代理权争夺和敌意接管的前提,就是股权高度的分散和流通。从我国证券市场上所发生的多起此类案例来看,其共同的特点都是目标公司的股权相对分散,国有股比例低,甚至是“三无”概念的全流通股份,但是这类公司在我国整个证券市场上比例是很小的。根据 2001 年 10 月的统计,我国上市公司总股本为 5116.26 亿股,其中尚未流通的股份 3347.68 亿股,比例为 65.54%,流通股为 1767.58 亿股,比例仅为 34.46%。在非流通股中绝大部分为国有股,总额为 3058.46 亿股,占上市公司总股本的 59.79%。因此,在大量国有控股的上市公司中,不仅是“一股独大”,而且由于处于绝对控股地位,国有股成了“一股独霸”。无论这些公司业绩多差、股价多低,都绝不会发生代理权争夺,更不会遭受到敌意接管者的“袭击”。证券市场及其股票价格的外部治理机制对“一股独大”的公司是无效的。

进一步讲,产品市场、经理市场、资本市场等所有外部治理机制在中国公司治理中的低效应,以及公司内部治理机制缺陷,其最终根源都在于国有股的“一股独大”。我们知道,中国国有企业改革的目标是建立起以股份公司为主要形式的现代企业制度,而股份公司建立的基础就是资本的市场化、决策的民主化,合意原则和多数决制是公司管理和经营的基本准则,制衡机制是公司治理的基本特征。但是,“一股独大”却把合意原则变成了“独意”原则;把制衡机制变成了“顺从”机制。证券市场上 82% 的投资者从未出席过股东大会;只有一人参加的股东大会;股东大会表决不用记票(只要从票箱中找出国有股的那张投票,就知议案是否被通过)等等现象,都是对中国股份经济的极大讽刺。国有企业改革二十多年来,按照“摸着石头过河”的思路,我们几乎把河里的石头都摸过一遍了,解决国企治理问题的“十八般兵器”也都件件试过了,虽然也取得了很大的成效,但是距离官方和理论界的期望距离仍是较大的。现在,值得庆幸的是,无论是官方或是理论界都认识到了,不是以前摸错了“石头”,也不是“兵器”不好,而是我们的股权结构有问题。因此,当前的任务就是逐步实施国有经济战略性改组,国有经济要从国民经济的非关键领域退出,要实现产权主体的多元化、社会化、分散化,要逐步减持上市公司的国有股,要进一步发展和规范资本市场,要培育职业化经理队伍和经理人才市场等等。随着上述目标的实现,股票价格在公司治理中的绩效显示功能和财富效应将真正得以发挥。同时,中国公司的外部治理机制和内部治理机制也会逐步建立和完善起来。

### 参考文献:

- [1]转引自:李维安等. 公司治理[M]. 天津:南开大学出版社,2001.
- [2][美]J. 弗雷德·威斯通,等. 接管、重组与公司治理[M]. 李秉祥,等译. 大连:东北财经大学出版社,2000.
- [3]凯西·鲁克. 1997 年经理报酬研究:美国标准普尔 1500 家超大型企业的实践[A]. 公司治理结构:中国的实践与美国的经验[C]. 北京:中国人民大学出版社,2000.
- [4]龚玉池:公司绩效与高层更换[J]. 经济研究,2001,(10).

# Performance and Wealth: Share Price Effect in China's Corporate Governance

YANG Xiao-ming

(Caotang Campus, Sichuan Normal University, Chengdu, Sichuan 610072, China)

**Abstract:** Capital market is the exterior leading force in corporate governance. The level of its share price not only is the display of the management performance, but also has a huge wealth effect. Under-valued share price can lead to dealership competition and hostile takeover. In China, the primary reason why share price has little effect on the restriction and stimulation mechanism in corporate governance is that there is a congenital defect in the governance, besides the irrational factors in the formation of share price in the stock market. The key is to solve the problem of the dominance of the state-owned share in the equity structure.

**Key words:** share price; corporate governance; performance; wealth

[责任编辑:苏雪梅]

## ● 文史札记

### 萧纲诗“习都池”是“习郁池”之误补正

许巧云

中华书局 1983 年版逯钦立辑校《先秦汉魏晋南北朝诗》下册页 1944《梁诗》卷 21 萧纲《春日想上林诗》:“西京董贤馆,南苑习都池。苕间鱼共乐,桃上鸟相窥。香车云母轳,驶马黄金羈。”中华书局 1959 年版丁福保辑《全汉三国晋南北朝诗》下册页 913《全梁诗》卷 2 简文帝《春日想上林》、台湾商务印书馆 1988 年影印《文渊阁四库全书·子部·类书类》第 887 册页 181《艺文类聚》卷 3 上栏、中华书局 1965 年版《文苑英华》第二册页 738 卷 157 下栏《诗》梁简文帝《春日想上林诗》所载文字略异,但作“习都池”并同。上海古籍出版社 1965 年版汪绍楹校《艺文类聚》上册页 42 卷 3《岁时上·春》录此亦作“习都池”,汪在“都”后校曰:“据《襄阳记》当作‘郁’”。

按:汪校“当作‘郁’”,是。刘义庆《世说新语·任诞》“山公时一醉,径造高阳池”,刘孝标注引《襄阳记》:“汉侍中习郁于岷山南,依范蠡养鱼法作鱼池。池边有高堤,种竹及长楸,芙蓉菱芡覆水,是游燕名处也。”(据余嘉锡《世说新语笺疏》,中华书局 1983 年版页 738)。又,上海古籍出版社 1990 年版陈桥驿校《水经注·沔水注》页 550:“又东,入侍中襄阳侯习郁鱼池。郁依范蠡养法作大陂,陂长六十丈,广四十步,池中起钓台,池北亭,郁墓所在也。”台湾商务印书馆 1988 年影印《文渊阁四库全书·史部·地理类》第 468 册页 400 下栏《元和郡县志》卷 23:“襄阳县习郁池在县南十四里。”第 470 册页 378 上栏《太平寰宇记》卷 145:“习郁池在襄阳县东南十五里,《襄阳记》云:‘岷南八百步,西下道百步有习家鱼池。习郁将死,勅其长子葬于池侧,中起钓台,尚在。’”皆可作“习都”是“习郁”之误之证。又,后人多用“习家池”借指游宴名处。如唐陈子昂《晦日重宴高氏林亭》诗:“此时高宴所,诘减习家池。”(《全唐诗》第三册卷 84,中华书局 1985 年版页 911)唐武元衡《酬元十二》诗:“偶寻乌府客,同醉习家池。”(《全唐诗》第十册卷 316,中华书局 1985 年版页 3555)萧诗“习郁池”即此“习家池”,亦借指游宴胜地。