

金融危机凸显上市公司治理水平亟待提高

◎主持人:邹民生 乐嘉春
嘉宾:鲁桐:经济学博士,中国社会科学院世界经济与政治所研究员,博士生导师。

中国上市公司的治理环境仍有较大的改善空间

主持人:《2009年中国上市公司100强公司治理评价报告》明天就要发布了。首先表示祝贺。对这份报告,大家很感兴趣。因为,从这场国际金融危机中,大家都看到了公司治理的重要性。根据你们最新的研究,我国百强上市公司的治理有哪些特点?给人哪些启示?

鲁桐:由美国次贷危机演化而成的国际金融危机,凸显了企业风险管理漏洞,而内部控制失效引发的企业经营失败、经营者欺骗股东和社会公众,不仅给企业,也给股东带来巨大的经济损失。

这次金融海啸对公司治理的启示是,企业风险无处不在,股东、董事会和管理层要在风险控制与管理上加强能力建设,将风险管理列入日常的重点监测领域。

就我国上市公司来看,将企业内部控制作为公司治理与风险管理的核心内容,对这一点的认识,仍处在初级阶段。上市公司不同程度地存在着内控弱化、资产流失、损失浪费严重等问题。加强企业的风险管理和内部控制机制,已成为当前中国上市公司的迫切需要。

根据我们的研究,100强上市公司的公司治理综合得分最高为76.4分,最低为40分,平均分和中位数均为55分。从2005到2009年度100强公司的治理评价分数看,差距呈现先扩大后缩小的态势。

总体上,作为中国最有影响力的100强上市公司这个群体,其公司治理

水平的底部有所抬升。在公司治理合规要求的推动下,上市公司治理水平分化的趋势有所遏制。这表明,由于后进者的提升,导致百强上市公司治理整体水平有所提高。

但从历年来各部分得分与综合得分的差距看,利益相关者在公司治理中的作用,始终没有得到体现。这是公司治理最为薄弱的环节。而在21世纪“股东积极主义和利益相关者共同治理”的改革趋势下,我国上市公司治理还停留在合规阶段。可见其公司治理内部环境和外部环境都有较大的改善空间。

具体来看,监事会的责任及其在公司治理中的作用在过去三年中呈现不断弱化的趋势。这一现象应引起监管部门、政府部门、政府部门的高度重视;上市公司的股东权利方面在最近五年有了可喜的提高;董事会的责任和作用虽然表现出稳定的发展态势,但进步不大。

在过去五年中,监管层对上市公司信息披露的要求大幅提高,上市公司的不断实践和自我完善,使得上市公司的信息披露和透明度得到改进,而百强上市公司在信息披露和透明度方面的改进空间也逐步扩大。

从百强上市公司治理的综合得分来看,总体水平并没有下降的趋势。而分数的细微变化是评价标准提高的结果。

总之,相关数据反映了在中国100强上市公司的公司治理实践中,利益相关者在公司治理中的作用机制亟待加强,董事会和监事会的运作质量依然不容乐观。这应该成为政府主管部门立法和制定相关政策时重点关注的领域。信息披露质量和透明度仍需进一步提高。

公司高管薪酬日益膨胀现象亟待关注

主持人:近来,上市公司高管的高

薪问题,已成为社会各方关注的热点。从你们的研究里,可以告诉大家一些怎样的信息?

鲁桐:继上年度大幅度上升之后,本年度中国百强上市公司的高管报酬进一步呈超大幅度的跃升态势。在全体高管人数增长18.63%的情况下,全体高管成员(包括董事和监事)的报酬总额增长幅度更是高达111.23%。

从人均报酬水平来看,本年度全体高管成员的人均报酬水平为58.39万元比上年度的36.08万元增长了61.83%。全体董事会成员的平均报酬水平46.92万元,比一年度的27.03万元增长了73.58%。增长幅度最大的是执行董事,本年度执行董事人均报酬为177.01万元,比一年度的88.95万元增长了近一倍。非执行董事和独立董事的人均报酬水平也都出现很高幅度的增长,分别为32.87%和31.82%。

这表明,各公司之间执行董事报酬因与业绩挂钩差距扩大,独立董事报酬与业绩脱钩。

在目前中小股东保护力度提高不大、资本市场有效性不足的情况下,中国上市公司学习美式治理机制的选择倾向上出现了偏差。也就是说,有效的市场监管机制没有建立起来,脱离了传统行政控制机制的高管薪酬如同“脱缰野马”,一路狂奔。

中国公司高管薪酬的日益膨胀,尤其是那些与企业经营业绩明显失调的超高薪酬,已经成为社会公众关注的焦点之一。

中小股东权利如何维护仍不容乐观

主持人:我们再来谈谈中小股东的权利问题,根据你们的研究,在公司治理中,这个问题是否突出?

我国外汇储备的适度规模与多元化战略选择

◎陈超

如何确定我国外汇储备的“适度规模”

从全球看,各国央行持有的外汇储备已经超过6.8万亿美元。尤其是亚洲国家与石油输出国家,自1976年牙买加体系确立以来,为应对汇率大幅波动与国际收支失衡,必然要保持适度的外汇储备,以应付交易性风险和预防性风险。因此,这些国家外汇储备呈现爆炸性增长。

那么,一个自然的问题就是一国持有多少外汇储备才算是合理规模呢?考虑到外汇储备的重要功能之一是支付进口。我们可以考虑把它和每月进口额进行比较。根据2007年底的数据测算,中国的外汇储备可应付19.5个月,接近两年的进口需求。这一比例与其他国家相比是比较高的。同样高的还有台湾、日本、俄罗斯等国家。近年来,这些国家在多元化应用外汇储备方面也作出了积极探索。

此外,随着近三十年来频繁发生的金融危机,外汇储备的一个新功能就是防范投机攻击,稳定外汇市场。因此,普遍公认的“适度外汇储备规模”就是满足支付进口、防范投机攻击与稳定外汇市场三大功能的储备规模。目前,学术界对如何测算“适度的外汇储备”在方法论上也日趋成熟:支付进口的水平由拇指法则决定(例如3个月、6个月、12个月等),偿还外债本息的水平以外债实际规模决定,而用于防范投机性供给的水平则由缓冲存货模型决定。我们总结迄今为止大量的关于中国外汇储备充足与适度规模的经验研究,可以发现,我国“适度外汇储备规模”应当不超过1万亿美元。而现有外汇储备约2万亿美元,高出了一倍。

另外一个佐证就是奥巴马政府的白宫经济顾问、经济学家萨默斯的一项研究。他认为,中国以及中东、亚洲部分国家外汇储备已经过多。根据他在2007年初的测算,中国超额外汇储备约8200亿美元。利用他的方法论测算2008年底的超额外汇储备,也在1万亿美元左右。

超额外汇储备的成本与损失

超额的外汇储备并非“免费的午餐”。亚洲、中东各国付出了不少的成

2月初,温总理在接受英国《金融时报》记者的采访时,表达了中国政府的外汇储备管理战略。总理的一番话,“一石激起千层浪”,国内学术界也出现了许多争论。一些经济学家提出,外汇储备既然是国家的财富,当前金融危机下,我国需要鼓励消费与刺激经济,能不能把外汇储备分给老百姓。还有一些专家提出,外汇储备应当进行实物投资,主要用于我国紧缺的资源、能源等物资储备。为此,本文拟从外汇储备的性质、我国外汇储备的适度规模、多元化的战略选择等角度分析我国外汇储备的多元化战略问题。

本与代价。对于我国而言,主要体现在三方面:

一是机会成本。人民银行通过发布央行票据从公开市场操作购买外汇储备。央行票据的利率大约在2-3%左右。但根据发达市场的国债历史收益测算,储备所能获取的收益也就在3-5%,加上操作成本,实际收益是非常低的。但另一方面,我们购买美国国债,为美国政府提供资金。美国政府再通过各种渠道以外商直接投资(FDI)的形式进入我国,获取20%多的高收益。固然,这里面有品牌因素、技术因素、人才因素,但不可否认的是,资金的成本被严重低估。

二是价值缩水的风险。大量投资于美元资产并偏重于美国国债与机构债的储备结构在美元出现大幅贬值或美国国债与机构债的市场价值缩水时,将面临外汇储备国际购买力显著下滑的危险。2008年以来,金融危机加剧了储备价值缩水的风险。

三是流动性过剩。为了维持汇率的稳定,中央银行必须通过公开市场操作等手段积累外汇储备,即向金融体系注入基础货币,造成国内货币市场流动性过剩。大量的资金无处可去,被投资于资本市场和房地产市场上,又造成了资产价格的非理性攀升,一旦资产泡沫破灭,对实体经济和金融体系的打击都将是巨大的。

中美之间关于外汇储备的“金融恐怖平衡模型”

2004年,时任哈佛校长的萨默斯首先使用了“金融恐怖平衡”这一概念,来描述美国与中国等高额外汇储备国家的相互依赖关系。即美国依赖中国等高储备国家的资本,而中国等高储备国家依赖美国市场的需求。因此,尽管中国等高储备国家的巨额外汇储备用于为美国的巨额贸易赤字提供低成本的融资,但中美都无法退出

这一平衡。换言之,中国作为全球美国国债最大持有者,实际上处于左右为难的境地。如果中国开始减持美国国债,可能引发市场上抛售美国国债的羊群行为,因此中国为降低潜在风险的政策举措,反而会加剧中国尚未减持的存量美国国债的价值下跌。中国持有的巨额外汇储备反而成为中国在美国人手中的“劣质”。出于自身利益考虑,中国不能轻易减持美国国债。而美国一旦迅速减少进口,增加出口,力图降低贸易赤字,中国等高储备国家必然面临出口锐减、经济下滑的风险。

因此,只要“金融恐怖平衡模型”的前提没有改变,即美元的国际储备货币地位没有被替代,中国的经济结构没有调整到位,那么中国投资美国国债的压力就会一直存在,“金融恐怖平衡”的枷锁在短期内就难以打破。

外汇多元化管理的渐进战略

时至今日,学术界与实务界都认同外汇储备规模远远超过了适度规模,超额的外汇储备成本高昂,短期内储备结构难以调整。那么,我们应当如何确立外汇储备的多元化战略呢?我个人的建议是建立多层次、多目标、多主体的管理体系。

首先,应当根据不同的需求,将我国外汇储备划分为不同的层次。对于适度的外汇储备规模部分应保持较高的流动性,主要用于弥补国际收支逆差、防范投机冲击与稳定汇率等,这部分储备应继续由国际外汇管理部门进行投资管理。

我国外汇储备管理的传统思路是确保流动性与安全性,由于美国国债依然是全球金融市场上最具流动性的安全资产。因此,美元资产依然应当是外汇储备的主要构成部分。

鲁桐:从我们的研究看,在后股权分置时代,上市公司控股股东与中小股东之间的利益与矛盾并没有得到明显改善。

大股东有更强烈的动机,利用其资金优势、信息优势和控制权便利,进行隐蔽的市场操纵,其中不排除有各种形式的“利益输送”,从而侵占了中小股东的利益。这些新的变化必然会给保护中小股东权益带来更严峻的挑战。

而中小股东的基本权益,包括知情权、参与决策权和资产收益权。但由于中国上市公司股权较为集中,一股独大造成股东间缺乏制衡。因此,加强上市公司和大股东的信息披露义务,是保护小股东知情权的一个重要方面。具体来讲,年报是考察上市公司信息披露质量的重要渠道。从过去五年上市公司百强年报披露的总体表现看,每年的年报质量都有所提高,这是非常值得欣慰的。

而股东参与公司治理是股东权益保护的重要表现。其中,股东的参与决策权包括股东提案权、股东大会召集权、决策事项表决权等项权利内容。一方面,股东参与权是通过在股东大会和临时股东大会上对有关决议事项进行投票表决来直接行使;另一方面,又可通过对董事会、监事会构成人员的提名来间接行使。因此,股东参与决定董事、独立董事和监事候选人的最低持股比例是落实股东参与权的重要内容之一。

但从实际情况看,广大中小股东很难实现选出自己代言人的愿望。因为,国有股“一股独大”的大股东能通过控制董事、监事甚至独立董事的提名来控制董事会。

另外,股东按照实缴的出资比例分取红利是资产收益权的最直接体现,但目前我国不少上市公司少分红甚至不分红,回报股东的意识薄弱,我国上市公司发放现金股利占净利润的比例近年在29%左右,这一比例与成

熟市场相比差距较大。由此显示,我国上市公司收益权的落实情况是小股东权益保护最差的方面。

所以,我们在保护中小股东权利方面还“任重而道远”。

改善中国上市公司治理水平的六大政策建议

主持人:根据你们目前的研究,对改善中国上市公司的公司治理水平,你们有什么建议?

鲁桐:我们的研究有以下几个结论,也可视为是政策建议。

第一,我国上市公司治理出现了两个积极趋势:后进者的改善带来了整体治理水平的提高;金融业公司治理水平开始明显高于非金融业公司。

第二,国有控股类“治理水平居中不变,垄断性公司的治理水平明显落后,已经明显阻碍中国公司治理整体水平的提升,亟需更快地引入竞争因素。”

第三,股东人数增多尚未发挥治理影响,股权集中度过高仍旧是阻碍百强公司治理水平改进的一个因素,需要加速启动百强公司的股权多元化进程。

第四,上市公司内部控制建设开始起步,但是仍然处在初级阶段;提升公司对内部控制的认识水平,并将内部控制制度落到实处,是下一步改进公司治理面临的一个重要挑战。

第五,上市公司的社会责任意识明显增强,但是要警惕把“公司社会责任”搞成流行时尚,更要警惕本末倒置,让“公司社会责任”淹没公司的法律责任和股东责任。

第六,尽管董事会的总体运作水平有所提升,但是高管薪酬,尤其是执行董事薪酬,已经出现了部分失控局面,需要加强董事会在高管薪酬有效性方面的责任。

富基金的《圣地亚哥原则》中提出,主权财富基金是一般政府所有的、具有特殊目的的投资基金或机构。它一般由政府建立,用来持有或管理资产以达成金融上的目标并采取一系列投资策略,包括投资外国金融资产。主权财富基金具有多样化的法律、组织和管理的结构。它们形式各有不同,包括财政稳定基金、储蓄基金、储备投资基金、发展基金和没有具体养老偿债任务的养老保险储备基金。迄今为止,主权财富基金规模约3万亿美元,累计超过40家主权财富基金。在机构投资者中,市场规模仅高于对冲基金和私募基金。从投资回报看,根据美国知名咨询机构Cambridge Associates对60家机构投资者的统计,大部分资产规模超过10亿美元的机构投资者中长期实际回报(5-10年)约5-6%。

从资产配置看,主权财富基金的长期资产与低负债的特点决定投资时限的长期性与风险偏好。主权财富基金普遍倾向于投风险资产,包括股票、私募基金和对冲基金等各类资产。币种配置上,从美元资产逐步扩展到非美元资产。策略选择上,从组合投资逐步向战略投资转变。特别是近10年来,主权财富基金参与的并购日益频繁。

从投资目标看,国家设立主权财富基金,其行为与无限生命周期的企业、居民的经济理性行为一致,国家可以视为追求国家效用最大化的“经济人”。因此,主权财富基金完全是商业化的投资主体,其投资行为与商业机构并没有实质性区别。追求商业回报是主权财富基金唯一的目标,它不应当也不可能承担国家的政治目标。国家通过设立长期投资视角的主权财富基金,淡化了政府的短期政治目标,摆脱了政府预算短期行为。而且,通过有效的公司治理、透明度要求、监督管理以及回报目标等约束促使主权财富基金采取商业化、专业化运作。同时,也有利于避免政府更迭给国家财富管理带来的干预,使政府取信于民、建立公信力,国家财富实现有效的代际转移。我国的主权财富基金——中国投资公司在成立之初就确立了商业化运作、自主经营的模式,这也反映了各方对主权财富基金性质的共识。

(作者单位:中国人民银行研究生部,本文为作者在和谐战略联盟第三次研讨会上的演讲稿,略有删节)

今日看板

中国经济的 黄水绿水与蓝水

◎亚夫

这两天有三则看似不相关的新闻,从经济角度讲,尤其从中国经济的中长期趋势看,耐人寻味。而中国经济正在由黄水、绿水向蓝水演化的结构,也由此清晰可见。

哪三则信息? 一是4月20日至23日中国海军在青岛及其附近海域举行活动,庆祝新中国海军成立60周年。包括美俄等海军强国在内的五大洲29个国家的海军代表团,以及14个国家的21艘军舰,前来共襄盛举。而此前,2008年12月26日,由800多名中国海军驾驶的导弹驱逐舰和综合补给舰,远赴索马里海域执行护航任务。那是一片检验海军能耐的深蓝水域。

据介绍,国际上通常把近岸防御型海军称为“黄水”海军,把近海游弋型海军称为“绿水”海军,把有远洋作战能力的海军称为“蓝水”海军。在全球经济遭遇金融危机重创、国际贸易深受海盜威胁的双重挑战下,中国海军驶向“深蓝”,与国际社会一起,为疲弱的世界经济与海上安全,提供有力保障。这是中国海军向“蓝水”进发的重要一步。

而从中国自身看,中国现在有约一半的石油、矿砂等原材料需要进口,有60%的家电等产品需要出口。在进出口贸易中,又有90%依赖海上运输。因此海上安全已成为影响中国发展的一大战略问题。一旦海上运输受阻,不仅对中国,对世界经济都将构成威胁。因此,为了创造和谐的海洋环境,中国需要有相应的海上力量。而中国海军驶向“蓝水”,对中国经济与全球经济会有什么影响?值得观察。

二是4月18日至19日博鳌亚洲论坛年会在海南召开。这是继G20伦敦峰会之后,又一场区域性国际活动。中国总理温家宝在主旨发言中称,没有一个国家可以在国际金融危机中独善其身,没有一个国家能以一己之力战胜这场危机。温总理还就加强亚洲国家的合作提出了五项主张。他表示,中国决定设立总规模为100亿美元的“中国-东盟投资合作基金”,支持区域基础设施建设。

联系此前中国央行与韩国、印尼、阿根廷等五国央行以及中国香港金管局,签署的6500亿元货币互换协议,以及其他双边与多边经贸安排与采购协议,很明显,中国在实施一揽子经济计划的同时,有意与亚洲及相关国家与地区,在互利共赢的格局中,形成更健康、更协调的合作机制,不仅要化解危机,更要携手勾画新蓝图,使中国经济从内陆型向海洋型同步发展。

借用国际上关于“黄、绿、蓝”海军的说法,中国经济现在可谓是既“黄”又“绿”,同时还有部分“蓝”的特征。所谓“黄水”经济,主要是指传统的、较为封闭的经济。所谓“绿水”经济,主要是指依赖于外需的经济。虽然打通了与外部世界的联系,但主导权并不在自己手里。而“蓝水”经济,则是一种科技与人文做基础的创新型经济。中国现在是黄绿蓝都有,但总体上还是由“黄”而“绿”并向“蓝”发展。

三是4月17日至19日第五届美洲国家首脑会议在特立尼达和多巴哥首都西班牙港召开。34个美洲国家的领导人或代表出席了会议。特立尼达和多巴哥总理曼宁在致辞中说,金融危机造成本地区一些国家经济发展减速,美洲国家将建立伙伴关系,共同对抗危机。曼宁称,这次会议将推动西半球国家合作进入新时代。

而阿根廷总统费尔南德斯则表示,本届峰会应该成为重建地区秩序的起点,美洲国家应该建立合作关系,而不是从属关系;应该推动融合,而不是相互干涉。美国总统奥巴马在开幕式上更是承诺,将开启与其他美洲国家建立平等伙伴关系的“新时代”。这次会议尽管没有获得全部与会国的支持,但最终还是发表了由大多数成员签署的《西班牙港承诺宣言》。

为什么要把美洲国家首脑会议放在这里来谈呢?因为,在国际金融危机暴露出经济全球化的种种问题时,国际社会目前正出现一种新的倾向,这就是区域合作、区域联合。比如,第十二次东盟与中日韩首脑峰会,尽管受泰国局势影响没有如期举行,但博鳌亚洲论坛与第五届美洲国家首脑会议几乎同时召开,绝不是偶然的巧合。它反映了一种趋势,这就是区域合作,一种平等的对话,互利的合作,而不是对抗与干涉。

目前,正在兴起的双边与多边合作,区域与跨区域合作,将对全球经济、贸易、金融,以及各种生产要素的配置产生什么样的影响?对各个市场的内外部环境与价格体系又会有什么影响?更进一步看,这些地缘政治与经济上的变化,对正在走向“蓝海”的中国经济将有什么影响,需要仔细分析,并值得关注。