

Column

■知无不言

产权改革,人力资本岂能缺位

——中国资本市场今后的发展关键

袁东
中央财经大学教授

产权的概念与意识正在当下的中国快速传播,但尚未真正深入人心。这由太多或明或暗的经济社会现象予以佐证。特别是,当人们一提起资本、产权等概念时,往往是指那些看得见摸得着的物质性设备、土地与货币资本,而忽视了人这一经济社会中最主要的因素,人只是被看作“劳动力”,顶多是“人力资源”——仍然是类似于机器与非机器性的“马力”而已。

迄今为止的国有企业改革,基本只是对物质资本及其产权体系的改

革与建设。是以国有企业物质资本产权改革,催生了中国的资本市场。完全可以想象,没有最初城市经济体制改革浪潮中有关国有企业物质资本产权的改革,就不可能有资本市场的孕育与产生。当以证券交易所成立为标志的资本市场运行后,极大地促进了国有企业产权改革,推动着经济活力的日益兴盛。而且,自此以后,没有哪一次重大突破与发展不是以产权改革为基础的。

就说最近两年来的情况吧,资本

市场何以在这两年内取得如此突破性发展?最主要的是“股权分置改革”使然!“股权分置改革”又是何方神圣?不就是物质资本的产权改革吗?“股权分置改革”的核心无非就是使那些“国有股”、“法人股”也如同“流通股”一样流通起来,实现“同股同权同利同价”而已,这实际上是进一步明确了“国有股”与“法人股”的产权归属,满足了其产权属性——不流通的产权就不是完整的产权——的要求。并且,必须是在对已流通股份的持有者予以“对价补偿”后才可以流通,这就更体现了产权交易的“等价交换原则”。

然而,今天我要问的是,如此一改,或者仅有这些改革,我们的资本市场一路高歌登上全球发达资本市场之列就指日可待了吗?非也!作为资本市场基础的产权改革与建设,到目前为止仍不完整,不仅物质资本产权改革还有相当长的路要走,更为棘手的是,人力资本及其产权的改革与建设在全社会普遍受到忽视,而人力资本产权的建设与保护,正是下一步中国资本市场发展的关键。

何以见得?先看看事关资本市场有效运行与发展的一些并不个别现象吧。由于种种原因,尽管在前几年兴起的众多上市或非上市公司“管理层收购”(MBO),几乎没有实现预期目标的成功者,但这种由高

层管理人员与骨干持股的努力尝试却一直无有间断。尤其是在国有控股上市公司及其非上市集团公司中,那些企业家与职业经理人们不断探索如何突破现有政策限制,寻求股权激励计划与相关措施。现实中我们也发现,凡是那些经过百折不挠的艰苦努力,明着或变相实现了MBO或重大股权激励计划的上市公司,发展势头明显强劲;凡是那些在争取MBO或股权激励道路上遭受重大挫折的上市与非上市公司,总会表现出感寒畏寒的迹象,市场表现欠佳。更严重的是,有很多原本发展潜力巨大的优秀企业,却因创业者与主要骨干的合理激励需求难以得到满足,加之政府的不当干预而出现不可挽回的衰败局面,乃至最终消失。多么令人痛心!

从经济学角度讲,人力资本是经济活动中最为重要的,主导着效率与创新,但这种“主导”取决于人力资本的潜质及其发挥。“潜质”取决于诸如教育、培训、历练、经验等“学”和“干”的积累——人力资本积累;然而潜质并不代表现实的水平,能否充分发挥出来除了取决于诸如机会等因素外,更在于人力资本的产权能否得到认可与保护。因为人力资本不仅同物质资本一样都有产权问题,而且人力资本的产权更应得到重视、认可与保护。如果人力资本产权一旦遭到破坏,其损害性更大也更隐蔽,轻者——“出

工不出力”,重者——可以外泄核心技术直到跨越整个企业;相反,产权得到认可与有力保护的人力资本,将会极大提高物质资本的效率。按理,国有企业实则是企业经营管理者及全体员工用属于自己的人力资本同属于国家的物质资本签署了一个合同,既然是合同,双方就应平等互利,利润也应共享,这便是国有企业必须实行股权激励的最根本原因,也是从资本市场交易本质所看到的下一国国有企业改革的关键。但现实的情况是,人力资本的产权总是最容易被忽视与破坏,国有控股企业的股权激励计划以及更进一步的MBO是如此难以推进。

鉴于中国资本市场的上市公司主体几乎都是国有控股企业,如果不能很好地对物质资本产权——“股权分置改革”的基础上,拿出勇气来下大力气从理论与思想上充分认识人力资本及其产权的实质和重要性,于实践中不能通过应有的股权激励措施使得人力资本及其产权保护得到合理的制度安排,那么,可以肯定和预期的是,资本市场的发展动力就会不足,市场秩序难以得到真正理顺,就很难步入全球发达资本市场之列。

需要强调一下,以上讨论所指的国有或国有控股企业不包括行政性或资源性垄断企业,更不包括具有代理政府财政性质的企业,而主要是指那些较具市场竞争性的一般企业。

■一叶知秋

债权人也是公司治理重要参与者

高明华
北京师范大学公司治理与企业
发展研究中心主任,教授,博导

根据利益相关者理论,公司债权人不再是被动的、消极的利益相关者,而逐渐成为公司治理的重要参与者。这是因为,首先,负债比例上升通常被视为一个积极信号,因为举债意味着公司有很强的偿债能力,这会激励潜在的投资者对公司价值前景增添信心;其次,债务融资能够对企业经理人产生较强激励,促使经理人努力工作,降低由于两权分离而产生的代理成本,并有利于缓和经理人与股东之间的冲突;再次,债务融资加大了公司破产概率,而这又会激励经营者更努力去提高投资决策效率。

证监会8月14日发布了《公司债券发行试点办法》(以下简称《试点办法》),在其《总则》中说,出台该《试点办法》是为了“规范公司债券的发行行为,保护投资者的合法权益和社会公共利益”。显然,这里忽视了一个重要方面,即公司发行债券所具有的公司治理效应。

公司债的发行意味着公司资本结构的调整,而不同的资本结构对公司价值的影响是不同的。1963年,著名学者莫迪利安尼和米勒证明,在考虑公司税的情况下,企业可以通过增加债务比例来提高其市场价值,负债率越高,企业价值越大,最优的资本结构是100%的负债。由于这一理论假设资本市场是完全的(如资本市场无摩擦、没有破产成本、信息是对称的、没有代理成本等),20世纪80年代,基于信息不对称理论,考虑到资本市场的不完全,理论界提出了一个有序融资理论,即企业再融资时应首选内部融资,然后再考虑外部融资,其中外部融资又以债务融资优先,而把股权融资作为最后的选择。这一理论的最大特点是认为公司不存在客观的、最优的资本结构。

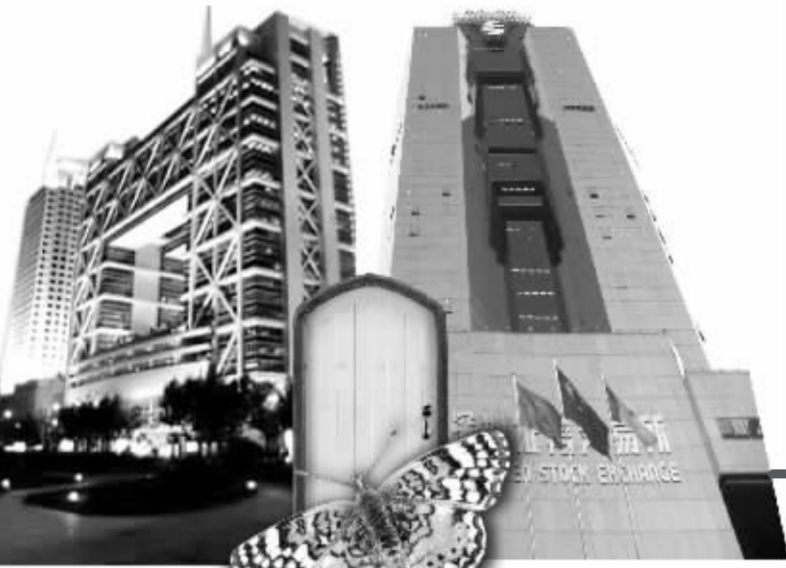
如果资本市场是完全的,信息是对称的,那么就既不存在股东与经理之间的委托代理问题,也不存在债权人与股东之间的利害冲突,换言之,此时是不存在公司治理问题的,因为公司价值自然而然地就可以实现最大化。然而,在信息不对称的资本市场上,股东和债权人的利益冲突是不可避免的,这种冲突同时也表明,不同的资本结构需要不同的治理机制,而治理机制对公司价值又具有直接的影响。

对于股东来说,一方面,他们可以通过参与股东会议和派出董事,从公司内部对经理人施加约束;另一方面,他们也可以通过股票市场上的“用脚投票”,从外部对经理人施加约束,通过内外部契约约束,股东可以尽力保护自身权益不受或尽可能少受侵害。在现今股权分散的资本市场上,外部约束是主要控制手段。而由于信息不对称,要使外部约束切实有效,就必须有严格的信息披露措施以及违规必究的惩治制度。西方发达国家都有严格的投资者保护立法,股息支付较高,尤其是在保护小股东更严格的国家,如那些采用习惯法的国家,公司所付的股息更高,这意味着股权融资的成本是很高的,这是西方企业为什么不热衷于股权融资的重要原因。

对于债权人来说,他们获得固定收益,基于传统的公司治理理论,他们不该直接参与公司治理。但是,债务融资对公司治理的积极影响缺失不容置疑。尽管债务融资会使公司债务杠杆比例提高,还本付息的压力增大,但在西方发达国家,债务融资的成本一般低于股权融资。这是因为,首先,负债比例上升通常被视为一个积极信号,因为举债意味着公司有很强的偿债能力,这会激励潜在的投资者对公司价值前景增添信心,所以发行债券可以降低公司资金的总成本,公司市场价值也会随之上升。其次,债务融资能够对企业经理人产生较强的激励。企业通过债务融资,会使经理人占有公司股权的份额提高,让经理感受到努力工作的价值上升,而“揩油”的兴趣降低,从而激励经理人努力工作,减少投资的随意性,降低由于两权分离而产生的代理成本,并有利于缓和经理人与股东之间的冲突。再次,债务融资加大了公司破产概率,而破产会使经理人遭撤换,这又会激励经营者努力工作,减少福利支出,提高投资决策效率。最后,在债务融资比例较大时,债权人还会加大对公司的监督和控制。所以,随着利益相关者理论逐渐被人们所认同,债权人不再是被动的、消极的利益相关者,而逐渐成为公司治理的重要参与者。

在我国,一方面由于对股市的监管制度存在严重缺失,对投资者(尤其是中小投资者)的保护力度非常薄弱;另一方面,发行公司债券仍采用行政审批方式,致使发行始终未达到足够的规模。据统计,目前我国企业债规模仅占金融市场的4%,2006年公司债规模占GDP的比例仅为1.4%,而美国是40%,韩国也有17%。在公司经理缺少来自债权人的强有力约束,也缺少了一个能够证明自己诚信和实力的有效手段的情况下,公司治理得不到健全的发展,从而严重影响了公司价值的提升。

《试点办法》关于公司债发行的条件比较宽松,这有利于公司债的快速发行。但是,这并不意味着来自债权人的公司治理机制也会同步发展。尽管《试点办法》特别强调了对债权人权益的保护,如强化信息披露,引进债券受托管理人制度,建立债权人会议制度等,但如果没有规定债权人必须在公司治理的直接参与制度,包括参与的时机、参与的手段、对参与的激励、对经理人排斥债权人参与的约束等等,这些均需要做出明确的规定,而这些都是符合利益相关者共同治理的要求,有利于建立更加完善的公司治理机制。



蒋玉磊 制图

■眼观四处

美国次债蝴蝶在A股窗口盘旋

——新行为金融考察之一

李国旺
资深证券研究人士,专栏作者

今年2月份开始,美国次级债问题开始呈现,近一段时间愈演愈烈,美国次级债的蝴蝶正飞翔在世界各国的资本市场,风险蔓延到全球金融市场,全球股市和金融机构受到激烈震荡,香港股市应声而落,亚洲股票市场经历了2001年“9·11”恐怖袭击以来的最严重的跌势。但是在中国内地将开放居民直接投资香港资本市场后,港股出现了与全球其它资本市场不同的上升行情。那么,在美国次级债券问题远没有过去的情况下,香港股市能够独善其身吗?特别是沪深股市能够独善其身吗?

沪深股市没有与国际股市同步下跌,是由于人民币在资本项目下不能自由兑换,因此我们要明白,即使急剧震荡暴风骤雨来得晚些,但也没有理由可以置身事外。美国次级债券的蝴蝶不期而至,将全世界市场搅得天昏地暗,其翅膀的抖动必然会影响到A股市场的行情发展。因为,中国的实体经济已经与世界经济的关联度达到60%以上,如果美国消费者因为次级债问题而出现消费信心指数下降,其直接结果是进口增长的下降,对中国的出口影响也会随即到来,这将对一些依赖出口的企业中期业绩增长造成负面影响。

如果放在短期看,可能出现暂时的严重情况;因为次级债问题的持续蔓延,国际上出现流动性萎缩蔓延,原来流向中国和亚洲各国市场的流动资金有可能因为美国利率上升而回流到美国市场,在短期内将迫使香港股市暴跌,前几天香港市场的行情反应就是流动性逆转的表现。AH股之间的比价效应如果因为H股的暴跌而凸显A股的相对“泡沫”时,就会引发原来在A股市场上的外资撤出。一旦出现这样的情况,会给内地投资者造成心理压力,恰恰此时A股冲过5000点后,在指数万物救心理作用下,关键整数关口常常需要有一个回调以创造新的资金入场的理由,蝴蝶效应刚好提供了资金面、指数位和心理的支撑。虽然这种市场性的理由可能形成的向下压力由于突然出境居民可以直接投资香港市场而中断,港股在国企大盘股的带动下逆势向上,但是仍然无法拂去美国次级债在市场上空留下的阴影。因此,笔者认为,美国次级债的蝴蝶迟早会飞到中国A股市场上空,即使有强劲的业绩增长的抵抗,但强烈的波动可能很难避免,近期行情的上冲力明显不

如已往,特别是牛劲十足的大盘股出现因为业绩提前透支而开始疲软的时候。

流动性泛滥造成价格上升是推动行情上升的理由之一,虽然中央政府信心十足可以稳定物价,但老百姓已经习惯的低通胀高增长的经济环境和心理环境已经改变,对投资大众的心理必然造成冲击。政府对低收入者实行提高补助的措施,对粮食生产和生猪生产也提供了必要的帮助,但是无法抑制投资群体对未来物价继续上升的担忧,这种担忧的心理力量一旦付诸行动,集体需求在短期内放大,就会加剧需求上升和物价的临时短缺,进而造成全面涨价心理预期,可能会造成短缺的紧张局面,需求的蝴蝶效应造成物价的轮番上升的可能,为预防物价上升出现的财富缩水,投资群体可能出现一致的投资房地产的可能,使房地产的调控“政策失灵”,从而出现与美国房地产次级债券问题形成萧条相反的“繁荣”局面,这必然会分流部分资金到房地产市场,使股市会短期失血。今年年中行情的急剧回调与房地产价格的急剧上升就是一次预演,需求的蝴蝶效应造成物价的轮番上升的可能,其另外的结果是投资群体从过分自信转向过分自卑,从直接投资A股向申购基金转变,基金发行的爆炸性增长,为大蓝筹行情提供了最广大的群体基础。但是开放式基金的群体基础在中国也很不稳定,一旦行情波动,群体集中赎回基金将加剧蝴蝶效应的反作用力,即加大波动幅度。

股市的震荡必然引发投资群体对相对稳定的理财产品需求的增长。基金、信托、公司债券等可能在股市震荡时需求爆发。一天基金开户数达60万,我们可以理解为基金需求的阶段性顶点,很有可能是行情阶段性的投资高点,随之可能出现阶段性的投资风险。为对冲风险,投资者参与股指期货的期望更加强烈,但由于近期不大可能推出期指,因此,部分投资者可能仍然会爆炒权证,使权证的投机恶名更加张扬。

总之,美国次级债的蝴蝶正盘旋在A股市场的窗口,它将搞乱投资者的心理,扰乱投资者的视线,使投资者群体的风险防范行为演变为风险急剧放大的行为,能否避免这样的情况,就要看政府是否有网住蝴蝶的坚实的网兜,当然,投资者的集体镇定也很关键。

■非常道

金融功能区建设另类思考

金融功能区是现代经济中带动城市经济发展的不可或缺的重要因素。中国在发展金融中心的时候,大量学习、复制了当今世界金融中心在建设、发展中的经验教训,不断引入国内与国际的金融机构,实现聚集效应,形成产业规模。但是简单的规模并不一定能建设一个真正国际化的金融功能区。目前北京、上海都在争夺国际金融中心的地位,抛开区域实力,产业规模等硬件不谈,我认为各功能区也应该从以下角度思考,如何建设一个真正的金融功能区。

要有发达配套服务产业

金融功能区一般都具有合理的产业结构体系,特别是现代服务业在金融功能区内高度集聚。曼哈顿中城是豪华居住区,许多非营利的办公机构也都集中在这里,许多相关的专业事务所如房地产、广告、税务部门等也迅速聚集其周围,原来设在岛南部的保险业及银行也被中城良好的环境所吸引。剧院音乐厅、各种风情迥异的餐馆、咖啡馆,使这里成为美国经典的娱乐中心,成为集办公、商业及娱乐功能于一体的城中之城。

伦敦是英国众多商务服务机构的总部所在地。目前世界主要的会计师事务所都把总部设在了伦敦。众多国际一流的律师事务所、会计师事务所、咨询公司等专业中介服务机构的总部均设在伦敦,它们的收入都在1亿英镑以上。

巴黎拉德芳斯金融区内不仅有金融巨子,还有1800多家中小金融机构、中介服务机构和高新技术企业,如股份制的商业银行、信用合作社、邮政储蓄组织、小型风险投资基金、财务代理机构、会计师事务所、律师事务所、管理咨询公司、资信评估公司等,专用软件开发公司、数据集成服务公司等。

实现物业结构优化升级

美籍奥地利人、理论生物学家L.V.贝塔朗菲(L. Von Bertalanffy)被誉为系统论之父)创立的系统论认为,结构在很大程度上决定着系统的功能,不同的要素配置结构,必然有不同的价值输出功能,在结构配比不断完善的情况下,其结构的功能效益也不断提高。世界主要金融功能区的发展都是一个从自发到自觉的过程,在由于交通便利等原因自发形成一定规模之后,就会对该区作适当的规划和定位,并适当

常晓冬
特华投资控股有限公司投资银行部高级经理

调整原有产业结构和内部机构,其中涉及旧城保护、市场经济杠杆、城市自身发展作用等各种影响因素。纽约曼哈顿中心区明确了以高档物业为主的区域商务功能定位。通过将近10年的物业调整与置换,中心区内的物业价值达到了与该区域经济价值相互印证的良性发展趋势。区域内大量高档商务物业的提供,巩固了金融、保险等大型金融机构在区域内的聚集。这一方面为曼哈顿中心区提供了巨大的财政税收,从而可以不断改造与完善区域内基础设施;另一方面,大型商务公司又不断提供新的高级人才就业机会,带动了该区域的商业消费。1995年以来,纽约曼哈顿有效地引进了IT产业,有效防止了由于不动产的萧条而带来的孤岛现象。

美国城市地理学家贝里(B.J.L. Berry)和加里森(W.L.Garrison)等分别从地理学和经济学的角度得出了基本相同的结论,认为城市体系空间结构并非仅仅是城市分布的问题,而且还是区域内的竞争、分工、合作的结果。上世纪70年代,金融保险业、商业服务业、信息咨询业等的发展对商务办公用房提出了新的要求。为此,巴黎拉德芳斯区域开发公司(Public Establishment for The Development of La Defense Region,简称EPAD)借鉴美国经验更加灵活多样地规划办公楼,注重建筑物外部形态、室内空间设计和设施配置的多样性,为不同性质、不同规模的公司量身定造不同类型的办公空间。同时,在大楼设计中推广节能技术,强调城市发展与环境保护之间的协调关系,为区内企业提供良好的外部环境。经过长期的商务环境建设,每家进入拉德芳斯的公司都找到了符合其要求的办公空间,从而吸引了类型各异的金融机构和企业总部入驻,实现了功能区内企业之间合理的分工与合作,达到了产业结构的高级化与合理化。

注重现代与传统的和谐

系统论认为,系统内部具有高度的整体性、关联性和动态平衡性。金融功能区不能只建设那些吸引眼球的高楼而忽略其背后所蕴藏着的社会、人文、经济和精神力量的统一,忽视人的存在。从关注硬件建设到重视软件建设,追求物质与精神的结合,经济与社会的和谐,强调对人的关注,和谐、稳定、合作与价值观念,已成为国际金融功能区建设的主流和上升趋势。伦敦金融城里大都是老房子,二三十层的高楼大厦寥寥无几。全

城只有一座摩天大楼,即名为“42号大楼”的大厦,它高185米,因有42层而得名,是瑞士再保险公司等许多国际公司的所在地。20世纪80年代,伦敦金融城重建了三分之一的房屋,使其面貌焕然一新,用以满足伦敦金融服务业的需要。隆巴德街是金融城里的一条幽静小巷,它是现代银行业的发源地。两家历史悠久的“大银行”分列街道的两头,一个是以振翅欲飞的雄鹰为标志的巴克莱银行,一个是以黑马为标志的劳埃德银行。金融城中心的针线街则坐落着著名的英格兰银行。英格兰银行大厦是一座5层高的塔楼,外墙很厚,看上去就像一座城堡,就是这里发行了全球最值钱的纸币——英镑。

许多欧洲城市的金融功能区都有高度限制,比如维也纳规定中心区的新建筑不得高于29米。60年代才初步建成的新区拉德芳斯,是巴黎老城边的新城,它位于巴黎西侧塞纳河边,与凯旋门、协和广场、卢浮宫处于一条轴线上,这条轴线在世界上独一无二;从土墩伊花园到香榭丽舍大街,再到凯旋门,直到今天的大拱门。拉德芳斯既未破坏老城的古朴,又给老城注入活力,并且创造了现代的生活环境。

各大国际金融中心都有悠久的历史,经济发达历史、良好的自然环境和“以人为本”的人文氛围。2003年6月,伦敦公司(Corporation of London)和CSFI(英国金融创新中心)联合推出的研究报告《城市估计——伦敦作为金融中心》的排名认为,良好的工作生活环境是金融中心竞争力的重要决定因素。

伦敦以英国300多年的文化积淀和一战前作为国际债权人和全球储备货币之家作为基础,为金融城的发展创造了良好的文化氛围。在金融城所在的泰晤士河畔,有世界著名的格林尼治山,过去皇家天文台曾设于此。金融地理学认为,伦敦作为全球金融市场跨时区联系的一个关键环节,是伦敦发展成为全球金融中心的主要原因之一,而动物园、植物园、博物馆、艺术馆、展览馆、画廊等各类文化设施,又使伦敦成为全球重要的旅游城市,为金融城里的人们提供了一流的居住和休闲空间。