

国有股转持下的社保基金治理： 定位、模式与效果解析

张宏亮

国有股转持完成后，所涉及公司的股权结构将发生较大变化。社保基金在这些上市公司中将成为持股比例较高的机构股东之一，将会带来公司治理主体之间新的均衡，引发治理主体的角色迁移。但社保基金介入公司治理，以前并无经验和模式，况且社保基金转持国有股后，享有收益权和处置权，并不干预上市公司的日常经营管理。因此，我们在关注国有股转持对社保基金资金困局破解效果的同时，更需要关注社保基金作为重要的机构投资者，会给上市公司的治理结构带来何种影响？其角色如何演绎？其治理作用能否凸显？

国有股转持：治理主体角色迁移

目前，我国70%以上的上市公司的最终控制人是国家，这些国有控股的上市公司中，又普遍存在着“一股独大”的现象，由此引发了公司治理的一系列缺陷，诸如控股股东“掏空”上市公司、内部人控制、经理人激励约束机制弱化等，大股东与中小股东之间利益冲突不断。

在我国国有上市公司的治理结构中，国资委是一个重要的治理主体。国资委本身不仅仅是出资人的代表机构，还肩负制定规则、监管所有国企的职

责，国资委将原国家经贸委指导国有企业改革和管理的职能和财政部行使国有资产收益及产权变更管理的职能整合起来，统一代表国家履行出资人职责。国资委根据《企业国有资产监督管理暂行条例》，除行使国有资产出资者的职责外，同时也专门承担了监管国有资产的职责，享有一些与其出资人代表职能不相符的公共管理职能。也就是说，国资委既是出资者代表，又是政府监管部门。

然而，国资委对国有上市公司仅起到间接的治理作用，我国国有企业大部分以部分资产改制上市，国资委直接管辖上市公司的母公司，即国有独资公司，一般不直接参与上市公司的经营、管理和治理。以中央直属国有企业为例，目前尚未有一家国资委直接持股上市公司，虽然由国资委任命的央企高管大多在其下属的上市公司任职，但由于不能直接参加上市公司的股东大会、也不能直接派驻或选择董事、监事等高管，上市公司的控制权仍然掌握在其母公司手中，这是造成国有上市公司治理问题的原因之一。国资委对上市公司的治理作用主要体现在管理制度的设立、上市公司母公司高管的任免及上市公司国有资产部门的监管上，作用十分有限。

在我国，机构投资者主要是证券

投资基金、证券公司、保险公司、社保基金和QFII等，这些机构投资者迅速壮大，目前已成为上市公司治理结构中一支重要的力量，他们除了“用脚投票”外，开始逐渐参与到公司治理中，尤其是在“胜利股权之争”案、“天歌科技”案和“中兴通讯增发H股”事件中表现得最为引人注目。然而，由于中国证券市场明显由“交易者”主宰，利用股价的涨跌在交易中获利成为机构投资者在资本市场中的行为特征；我国大部分上市公司质量不高，业绩缺乏稳定性，本身缺乏长期投资价值；机构投资者在上市公司中具有有限的持股比例并且上市公司本身的股权集中度较高，这些方面限制了机构投资者参与公司治理。除此之外，外部的法制监管条件尚未成熟，导致目前我国机构投资者只能算是“交易者”，缺乏长期投资理念，而自身的发展和内部机制的不完善也在客观上制约了其参与公司治理。例如，2008年中国平安1600亿元再融资事件中，虽然有97%的网民及大部分小股东反对，但由于平安保险与机构投资者之间难以明言的“默契”，仍然高票通过，说明机构投资者有其先天不足的一面，尚不足以承担起改善公司治理的重任，有时反而会成为大股东侵害中小股东利益的推手。

在目前国有上市公司的治理结构



中, 机构投资者的制衡力不足。我国目前的投资基金法规规定, 基金对一家上市公司的持股不能超过实际发行股份数量的10%, 也不能超过基金净资产的10%。在这种“双10%”的限制下, 很难达到最优的股权结构。由于我国上市公司普遍存在一股独大以及股权二元结构的现象, 机构投资者要发挥对大股东的制衡作用非常困难。

国有股转持完成后, 相关的国有上市公司的股权结构将发生较大变化, 即使不考虑社保基金自二级市场购入的股份, 它也将成为国有上市公司最大的机构投资者(如果上市公司实际发行股份数量占总股本的50%以上, 其持股比例将超过5%), 作为重要的治理主体, 其治理角色将发生变化, 作为中小股东利益代表, 其在公司的股权结构中将起到重要的制衡作用, 社保基金将会执行长期的投资策略, 其对公司治理和长期经营管理问题会比一般投资者更感兴趣, 这也决定了其参与公司治理的积极性。

社保基金治理定位: “不干预”≠“不能发挥作用”

全国社会保障基金, 是全国社会保障基金理事会负责管理的、由国有股减持划入资金及股权资产、中央财政拨入资金、经国务院批准以其他方式筹集的资金及其投资收益形成的、由中央政府集中的社会保障基金。目前委托南方基金等10家专业投资管理机构进行股票、债券投资。社保基金通过设立各类产品的委托投资合同及投资方针来指导、约束投资管理人的投资行为, 投资管理人依据合同积极开展投资管理。

我国的《上市公司治理准则》规定, “机构投资者应在公司董事选任、经营者激励与监督、重大事项决策等方面发挥作用。”而转持办法则明确规

定, “社保基金会转持国有股后, 享有转持股份的收益权和处置权, 不干预上市公司日常经营管理”。对于转持股份, 到底是作为一个机构投资者, 仅仅关注收益权和处置权, “不干预上市公司日常经营管理”, 还是要以一个股东的身份在上市公司治理中“发挥作用”呢?

笔者认为, 这是两个层面的问题, 一个在管理层面, 一个在治理层面。在以两权分离为特征的公司制企业(特别是股份制公司)中, 股东除非在企业中担任职务, 否则不能干预公司这个独立法人实体的日常经营。从社保基金的职能定位来看, 其是一家投资机构, 不是实业公司, 它关注的是国家交给其管理的资金能否保值增值, 而不是扶持企业发展壮大, 由此来看, 政策中规定的不干预上市公司日常经营管理是合理的。

但股东作为公司利益相关方, 一定是公司重要的治理主体, 也一定会通过某种方式干预公司的治理行为与治理机制, 当然, 社保基金也不例外。

Coffee教授在1991年指出, 分析机构投资者参与公司治理、发挥监督作用的可能性与可行性应当遵循三项标准: ①利益冲突标准, 机构投资者与公司之间没有特殊的利益关系, 不会影响其监督的公正性; ②持股量标准, 机构持有较大比例的股份, 足以合理化其监督成本支出; ③长期持股标准, 机构实行长期投资, 公司治理的改善能为其带来长期收益。

依据Coffee教授的标准来分析社保基金, 可以发现它是最有可能在公司治理中发挥作用的机构投资者。社保基金由政府设立的理事会管理, 资金来源于财政资金或国家拨款, 与上市公司的关系更为独立。国有股转持后, 社保基金得到的是固定的上市公司的股权以及固定的持股比例, 社保基金将成为国有控股上市公

司中最大的机构投资者, 除了需要继承这些上市公司的禁售义务, 还将禁售期延长3年。社保基金在未来较长的一段时间内会一直作为拥有这些上市公司1%~5%股权的股东, 公司治理效率与企业绩效及上市公司股票的市场表现呈高度正相关, 这将促使社保基金参与公司治理。

因此, 在国有上市公司的治理之中, 社保基金可以而且需要“发挥作用”, 其参与公司治理并不与其“不干预”上市公司日常经营管理的原则相抵触, 社保基金可以而且应当在上市公司的治理之中发挥重要作用, 社会对此也充满期待。

社保基金治理模式: “用脚投票”还是“用手投票”

对机构投资者参与公司治理有两种观点, 一种是积极监督的观点, 即机构投资者通过“用手投票”的主动方式监督公司管理层, 参与公司治理, 通过股东大会选举公司董事会或监事会, 再由董事会对经理进行监督或由监事会对董事会及经理进行监督; 另一种是被动投票的观点, 即机构投资者通过“用脚投票”被动地应对公司治理问题, 通过在证券市场出售所持股票来表达意愿, 通过直接影响公司股票价格来表达对公司内部治理或经营业绩的意见。

对机构投资者来讲, “用脚投票”相对容易, 我国社保基金目前通过职业投资人实现对上市公司的优胜劣汰, 基本上都采用“用脚投票”的方式。相对来说, 社保基金持有一家上市公司的股票比例不是太高, “用手投票”的治理成本要远大于其治理收益, 所以主要还是以被动方式选择治理和业绩良好的公司、退出劣质公司。然而, 转持后, 社保基金在一家上市公司持有股票的份额大大增加, 一方面“用手投票”

的治理净收益大大提升；另一方面，当其所持有的该公司股票数量较多时，要想顺利出售该股票而不影响其价格，且不影响外界对社保基金的社会评价，几乎是不可能的，即“用脚投票”的成本与以前相比大大上升。

从现实来说，对于那些社保基金成为主要持股股东的公司而言，一旦因其经营或治理不善股价下跌而社保基金又不能“用脚投票”，仍不得不继续投资于该股票(受投资目标、承诺期限和社会评价影响)时，养老基金等机构投资者会开始改变其被动接受上市公司经营不善的现实情况，转而采取主动策略，完善上市公司的治理结构，积极地寻求改善上市公司经营状况的方式和方法。

目前，从国外经验来看，养老基金等机构投资者参与上市公司治理大多采取“用手投票”的方法，主要通过以下两个方向进行参与：一是与行业相关的公司治理，探寻适应于所投资行业的最佳公司治理行为；二是一般性的公司治理，主要涉及股东、董事、经理层关系和关联交易、信息披露等方面。在美国，养老金参与公司治理主要体现在以下几个方面：①股东投票权。美国劳工部对养老基金托管者信托责任的规定要求他们必须在经营管理中行使股东的投票权。而且，劳工部要求信托管理者在行使投票权时要从自己是“这一养老计划的参与者和受益者”从而能“得到最经济的回报和收益”的角度来做出自己的判断，这一要求意味着养老基金的受托管理者们在其经营管理中不能长期被动地行使投票权或在所有投票中都失误，而必须经过慎重考虑之后才能决策，并且，他们必须为其投票决策提供可以被接受的解释。②提高经营管理层的效率。包括在董事与机构投资者之间举行常规会议(年会之外的)，在董事会中设立专门委员会直接与股东集团建立联系和

准许机构投资者提名董事候选人。实践证明，机构投资者在董事和经理人才的选任上起到了很大作用。③对业绩差的公司进行公开批评。④提出系统化的公司治理建议。

这些经验也告诉我们，社保基金对投资公司的治理应当侧重于监督，而不是为上市公司做决策。社保基金可以通过股东大会表达对公司治理问题的看法、积极与公司董事会进行沟通、合理使用投票权和代理投票权、参与选择公司董事、对公司的治理风险进行评估和报告等，甚至可以加强对上市公司董事会与经理层的行为监督，并对董事会进行合理的监督与约束，使其“不干坏事、决策科学”，这样既不干预公司的经营管理活动，又发挥了作为股东应尽的治理责任，也可取得长期的投资回报。

社保基金治理效果： 众望所归还是雾里看花

从国外实际情况来看，进入20世纪90年代以后，大部分机构投资者都放弃了华尔街准则——用脚投票，在对公司业绩不满或对公司治理有不同意见时，他们不再简单地把股票卖掉，而是积极地参与和改进公司治理。在机构投资者大量持有上市公司股份的情况下，许多机构投资者在面临进退两难局面后采取了通过私下沟通、代理投票和提名股东等方式把其对公司治理问题的关注传达给管理层，或向董事会施加压力，迫使其更换业绩不佳的CEO。机构投资者积极参与公司治理，也促进了“股东至上”文化的深化和中小投资者的利益保护。

我国社保基金目前面临着与国外机构投资者在上世纪90年代相类似的情况。社保基金参与上市公司治理，被社会各界寄予了很大期望，一是期望社保基金提高股权制衡力，防止大

股东控制及其引发的“掏空”行为及与管理层的“合谋”行为；二是期望解决上市公司治理中的“内部人控制”问题，如董事会机构性质不明、权责不清、独立性不强，监事会形同虚设，经理人激励失灵与监督弱化等问题；三是期望改变中小投资者对公司治理的消极行为。现有的机构投资者既缺乏监督约束的动力，也缺乏必要的手段，在“用手投票”中难以发挥应有的作用。相反，他们更倾向于采用“用脚投票”的方式来保障自己的利益。社保基金作为机构投资者参与公司治理，社会期望其在一定程度上抵消目前机构投资者对公司治理的消极行为。

然而，社保基金能否扭转国有上市公司的治理缺陷，达到外界对其的期望要求，还存在一定的障碍和不利因素。按照转持实施办法的规定，社保基金不干预上市公司日常经营管理，只参加股东会，作为财务投资人只享有转持股份的收益权和处置权。从政策本身的目标出发，主要是为了破解社保基金的资金困局，而非为解决上市公司的治理窘境，因而，社保基金参与公司治理仅是此政策的一个副产品而已，让社保基金在短期内承担起如此艰巨的治理改善任务，终究勉为其难。另外，社保基金目前由一些投资基金公司代为管理，这就决定了其行为模式必然是高度商业化和短期化，其是否能够承担国家和公众的信托责任也仍是一个疑问。由于中央政府对国有企业的定位及其在国民经济中的作用，无论在认识上还是实践上，都与纯粹的市场经济有距离，这也决定了这项政策的象征意义多于实际效果。如果不能在根本问题上发生转变，公众对其改善上市公司治理结构的期望也许就只能是雾里看花了。

(作者单位：北京工商大学商学院 / 南开大学公司治理研究中心)

责任编辑 刘莹