

机构股东积极主义博弈分析及政策建议

殷红春¹, 曹玉贵²

(1.天津大学 管理学院, 天津 300072; 2.华北水利水电学院 经济管理系, 郑州 450045)

摘要:“股东积极主义”已经演进成为西方证券市场的一个重要特征。本文根据经济博弈论分析了机构投资者积极参与公司治理的条件。通过博弈分析表明,机构投资者积极参与公司治理的动力主要取决于成本与收益的比较,具体决定于机构投资者的持股比例、持股时间和监督成本等。同时基于博弈分析的结果,提出了提高我国机构投资者积极参与公司治理动力的政策建议。

关键词: 机构投资者; 股东积极主义; 博弈分析; 政策建议

中图分类号: F283

文献标识码: A

文章编号: 1009-3370(2006)03-0058-04

一、问题的提出

在过去相当长的时间里,西方国家的机构投资者基本上扮演着消极投资者的角色。当其所投资的公司业绩欠佳时,一般不会试图去参与该公司的治理,而是遵循“华尔街准则”^[1]——通过抛售股票的方式来保护其资本的价值。但是,近20年来,特别是20世纪90年代以来,随着机构投资者的壮大,这一情况发生了根本性变化,“股东积极主义”已经演进成为西方证券市场的一个重要特征^[2]。多数机构投资者一改往日的消极态势,采取了公司治理导向的投资策略。尤其在美国,股东已经不再满足于传统的“用脚投票”的方式来表示他们对公司经营状况不佳的不满,而是开始尝试利用代理股票机制等手段来行使股东权利,积极参与和改进公司治理。这种通过征集代理股票机制等形式积极参与公司治理,从根本上改变机构投资者利益受损局面的理性投资行为,就是所谓的机构股东积极主义(Institutional Shareholder Activism)。

机构投资者对于公司治理由被动到主动,逐步走向积极主义的一个重要原因,是机构投资者在股票场所占份额越来越大,在所投资公司的股权比例越来越高。随着机构投资者在公司持股规模的扩大,一方面提高了机构投资者对上市公司结构进行监督和控制的权力,使他们有条件从被动持股者向主动持股者的角色转变;另一方面较高的持股比例也使得“用脚投票”的成本比以前大大上升,迫使其多“用手投票”,积极参与公司的治理,更好地维护自身利益。同时,机构投资者的大规模投资引发的巨大沉淀成本,也促使他们更加关注公司的经营效率和

业绩,对公司治理表现出极强的参与意识。此外,20世纪80年代以来,席卷欧美的兼并收购浪潮给机构投资者带来了极大的风险,采用“用脚投票”的方式来表达股东对公司的关注变得越来越低效。

但是,对于机构股东积极主义的兴起和发展,目前理论界还存在着较大的争论,争论的焦点主要集中在:机构投资者是否有动力介入公司的治理以及能否有助于公司治理的改进2个方面。同时,现有的实证研究结论也没有形成完全意义的统一,并且都能够从经验研究中得到支持^[1]。

事实上,在现实的资本市场上,由于不同政策和规则的影响,不同类型的机构投资者具有不同的地位和资金来源,其投资理念、投资偏好与运作思路迥异,这就决定他们在投资活动中所持有公司的股权比例、监督成本以及投资策略等都存在较大的差异,在公司治理活动中的表现也将截然不同。作为直接利益相关者,机构投资者有足够的动因去真正关心公司的治理情况和效果,而且作为外部的利益主体,他们毕竟也是利润最大化追求者,特别是对资金规模巨大的机构投资者而言,一旦认识到必须通过参与公司治理才能保障自身利益时,必然会对公司的内部构架、决策程序乃至关联交易进行关注,必要时会在比较成本与收益的基础上积极介入公司治理之中,由于这种关注和介入纯粹是以股东的身份实现的,因而也是最直接、最现实的^[3]。同时,股东积极主义在成熟市场的兴起和发展也为机构投资者理性投资提供了一种新的途径与方法,欧美等发达国家实践也证明,这种积极理性的投资策略不但有助于提高机构投资者本身的运作业绩,而且对于公司治理也具有促进作用。目前,我国机构投资者力量还比较

收稿日期: 2005-09-12

作者简介: 殷红春(1978—),男,博士研究生,研究方向为市场研究与预测, E-mail: tjyachun@163.com

薄弱,对经营管理者还缺乏有效的外部监督。在这种情况下,机构投资者的介入不仅可以弥补我国上市公司治理在外部监督机制的薄弱,而且可以形成与公司内部治理机制相补充的制度安排^[4]。因此,在这种意义上,客观地分析机构投资者参与公司治理的动力,研究机构投资者参与公司治理的作用,对于提高我国股东对上市公司的监督力度,促进公司治理结构的完善将具有重要的现实意义。

本文试图根据机构投资者参与公司治理活动的不同表现,运用现代经济博弈理论,分析机构投资者参与公司治理的理性选择过程及其积极参与和改进公司治理的条件,并基于博弈分析的结果,对提高我国机构投资者积极参与公司治理的动机提出一些政策性建议。

二、机构股东积极主义博弈分析

为便于分析,对机构股东积极主义博弈模型做以下假设:①博弈分析模型中包括2个参与人即1个机构投资者和1个经营管理者。其中机构投资者的战略空间为监督或不监督,经营管理者战略空间为个人效用最大或公司价值最大。并且双方具有完全信息,即双方均了解对方的特征、战略空间和支付函数。②机构投资者有能力监督经营管理者的行动,监督成本为C(常数),它是机构投资者为了获得对公司运营过程的有效监控而要求的成本;③经营管理者以个人效用最大化为目标获取的私人收益或称内部人收益为Y,即机构投资者的代理成本;④双方的激励工资合同为 $S(\theta) = \theta + w$,其中, θ 为企业剩余;w为固定工资;(0< θ <1)为经营管理者的持股比例,当然机构投资者持股比例为1- θ 。

1. 完全信息静态博弈分析

假定机构投资者与经营管理者的博弈只进行1次,即当经营管理者离职(被撤换)或投资者抛售公司股票时博弈结束。并假定他们同时行动,或一方在行动前并不知道另一方行动。此时机构投资者与经营管理者的博弈表现为一种完全信息静态博弈——监督博弈。支付矩阵如表1^[5](假定监督成本在博弈的第一阶段全部投入)。

表1 监督博弈

机构投资者	经营管理者	
	个人效用最大	公司价值最大
监督	-C-Y, +Y	-C, +
不监督	-Y- (-Y), + (-Y)+Y	- , +

可以证明^[6],当博弈只进行1次,经营管理者持股比例充分小时,该博弈存在唯一的纳什均衡(不

监督,个人效用最大)。事实上,当经营管理者持股比例充分小时,由于机构投资者不监督时的收益 - Y- - (-Y)大于监督时的收益 - -C-Y,所以机构投资者的占优战略是“不监督”。给定机构投资者的占优战略“不监督”,由于经营管理者追求个人效用最大时的收益 + (-Y)+Y= + +(1-)Y大于追求公司价值最大时的收益 + ,所以经营管理者的占优战略是追求“个人效用的最大化”,博弈唯一的纳什均衡是(不监督,个人效用最大)。这实际上反映了基于成本效益原则考虑的机构股东消极主义。即当博弈只进行一次时,根据成本效益原则,机构投资者即使知道经营管理者在追求个人效用最大化,他也没有动力对经营管理者实施监督。结果是经营管理者追求个人效用最大化,机构投资者选择“用脚投票”抛售股票,结束博弈。

2. 完全信息动态博弈分析

显然,在机构投资者与经营管理者的一次博弈中,机构投资者的监督是不可置信的。并且如果机构投资者持股时间足够长,也就是说,一次博弈扩展成近似于无限次重复博弈时,机构投资者的“不监督”策略就不是最优的。因为在以后的每一阶段博弈中,股东都要承受最大可能收益 - - 与一次博弈中的均衡收益 - -Y- (-Y)之间的差额损失。事实上,随着机构投资者持有公司股份数量的不断增多,公司的成长与发展与其自身利益休戚相关。如果在证券市场上简单地抛售股票,不可避免地将引起股价下滑从而导致更大的损失。因此,当机构投资者持有公司股份数量达到一定规模时,机构投资者越来越多地采用公司治理导向的投资策略即股东积极主义。在机构股东积极主义导向下,机构投资者甚少“用脚投票”,而是长期持有公司股票,积极参与公司治理。这时机构投资者与经营管理者的博弈,实际演化成为一种特殊的动态博弈——重复博弈^[6]。

在重复博弈中,机构投资者首先选择监督或不监督,经营管理者将根据机构投资者的选择,选择个人效用最大或公司价值最大。但机构投资者是否选择监督,将依赖于投资者监督得到的收益与不监督得到收益的比较。而在重复博弈的情况下,机构投资者各种战略的收益则表现为每一阶段博弈所得收益的现值之和。

当机构投资者选择监督时,在博弈的第一阶段,由于信息的非对称性,经营管理者并不知道机构投资者是否实施监督,经营管理者将以 的可能性选择追求个人效用最大化。但第一阶段以后,由于在重复博弈的情况下,股东的严格监督对经营管理者是一个“可置信的威胁”,经营管理者将一直选择追求

公司价值最大化的战略。这时投资者选择监督的各期期望收益流为

$$U_1 = (Y - C) + (1 - \alpha)(Y - C)$$

$$U_i = (Y - C) \alpha^{i-1} \quad i=2, 3, \dots$$

若以 $(0 < \alpha < 1)$ 为贴现因子, 总收益现值为:

$$E(1) = \sum_{i=1}^{\infty} \alpha^{i-1} U_i = (Y - C) \frac{1}{1 - \alpha}$$

当投资者选择不监督时, 同样在博弈的第一阶段, 由于信息的非对称性, 经营管理者并不知道机构投资者是否实施监督, 经营管理者将以 α 的可能性选择追求个人效用最大化。但第一阶段以后, 由于机会主义倾向, 经营管理者将一直选择追求个人效用最大化的战略。这时投资者选择不监督的各期期望收益流为

$$U_1 = Y - C + (1 - \alpha)(Y - C)$$

$$U_i = Y - C \quad i=2, 3, \dots$$

若以 $(0 < \alpha < 1)$ 为贴现因子, 总收益现值为

$$E(0) = \sum_{i=1}^{\infty} \alpha^{i-1} U_i = [Y - C + (1 - \alpha)(Y - C)] \frac{1}{1 - \alpha} + (1 - \alpha) Y$$

投资者由于监督而增加的总收益为

$$E = E(1) - E(0) = Y(1 - \alpha) \frac{1}{1 - \alpha} + (1 - \alpha)(Y - C) - Y(1 - \alpha) - C$$

因此, 只要 $E > 0$, 投资者就有参与公司治理, 对经营管理者实施监督的动机, E 越大, 投资者监督的动机就越强烈。 E 主要取决于内部人收益 Y 、经营管理者追求个人效用的概率 α 、贴现系数 α 、经营管理者持股比例或投资者的持股比例 $(1 - \alpha)$ 和监督成本 C 等。其中机构投资者的持股比例和监督成本是影响机构投资者参与公司治理的直接因素。由于

$$\frac{\partial E}{\partial \alpha} = -Y \left(\frac{1}{1 - \alpha} + \alpha \right) < 0, \quad \frac{\partial E}{\partial C} = -1 < 0$$

所以, 经营管理者持股比例 α 越小或机构投资者的持股比例 $(1 - \alpha)$ 越大, 监督成本 C 越小, 由于监督而增加的总收益 E 越大, 机构投资者监督的动机就越强烈, 越容易实施对经营管理者监督。事实上, 这一结论与公司治理的理论和实践也是一致的, 股东持有公司的股权比例越高, 在公司未来收益中所占份额越大, 从而对公司监督的动机与积极性也越高; 而监督成本越大, 投资者承担的成本越大, 相应地, 从公司价值提高中获得的收益将相应减少, 监督的动力自然不足。

因此, 对长期持股的股东而言, 严厉监督的“声誉”是很重要的^[7]。尤其是持股时间很长的机构大股东。如果仍然采取一次博弈中最优策略——不监督, 虽然会暂时减少监督成本, 却损害了他们的长期利

益。相反, 如果股东对以个人效用最大化为目标的经营管理者进行严格监督, 虽然暂时增加监督成本, 但可以让经营管理者在以后的博弈阶段服从公司价值最大化目标, 在未来获得更大的潜在收益。

三、基于机构股东积极主义 博弈分析的政策建议

机构股东积极主义的博弈分析表明, 机构投资者积极参与公司治理, 成为积极的股东, 主要取决于成本与效益的比较, 具体决定于机构投资者的持股比例、持股时间和监督成本等。但是, 就我国目前现实情况而言, 无论是机构投资者的持股比例还是持股时间, 都不足以使其成为积极的股东, 尚难成为完善公司治理结构的现实力量。具体表现为, 持股比例受到严格限制, 导致机构投资者参与公司治理的动力不足; 国有股“一股独大”, 降低了参与公司治理的积极性; 持股时间偏短, 造成机构投资者缺乏参与公司治理的动力等。因此, 为诱使机构投资者积极参与公司治理, 提高其参与公司治理的动力, 基于机构股东积极主义博弈分析, 结合我国目前现实情况, 建议采取以下措施:

(1) 放松限制, 适当提高持股比例, 提高机构投资者参与公司治理的动力。根据成本效益原则, 只有当机构投资者的持股数量达到一定比例, 参与公司治理的收益超过其参与成本时, 才具有利益激励去关心公司治理问题。因为随着机构投资者持有公司股份的增加, 其参与公司治理的外部性将大大降低, 即使被“免费搭便车”, 就整体而言机构投资者依然是得大于失。目前, 我国机构投资者的投资比例受到严格的限制, “一个基金持有一家上市公司的股票, 不得超过该基金资产净值的 10%”以及“同一基金管理人管理的全部基金持有一家上市公司发行的证券, 不得超过该证券的 10%”等。这在一定程度上限制了以投资基金为主的机构投资者发挥监督作用的空间。因为这样的制度安排, 使得机构投资者难以独立承担监控成本, 充分享有参与公司治理的股数效应, 从而使其处于一种“理性的无知”(Rational Ignorance) 状态^[8], 即使机构投资者有相当大的动力来参与公司治理, 也会采取不监督的行为。

(2) 优化股权结构, 降低国有股权比例, 提高机构投资者参与公司治理的积极性。股权结构合理是机构投资者发挥公司治理作用的前提条件之一。因为控股股东绝对控股的股权结构, 造成机构投资者持股比例偏低, 其行为难以与控股股东抗衡, 对公司的治理来说也只是“噪音”, 没有实际意义, 因而参与公司治理的作用也将受到极大的限制甚至难以发

挥。目前我国上市公司的绝大多数是由原国有企业改制而来的,由于改制的“路径依赖性”,导致股权过度集中于国有股,形成了国有股“一股独大”的特有股权结构。国有股“一股独大”导致以证券投资基金为主的机构投资者的投资规模十分有限,难以对公司形成控制权。这在一定程度上限制了机构投资者参与公司治理的热情和积极性。机构投资者与上市公司的博弈如同静态博弈,其最有效的选择只能是“用脚投票”。

(3) 限制资产流动性,延长持股时间,培养机构投资者积极参与公司治理的动力。博弈分析表明,只有在重复博弈中,机构投资者才有可能具有监督的动力。保持机构投资者长时间持股,是机构投资者与

经营管理者重复博弈的前提。持股时间越长,博弈重复的次数越多,机构投资者与公司的长远利益联系得越紧密,从而越有动机树立严厉监管的“声誉”。目前我国以证券投资基金为主的机构投资者的持股时间偏短、投机意识依然强烈是一不争的事实,也是我国机构投资者对公司治理漠然的主要原因。因为持股时间短,换手率也高,与经营管理者的博弈近似静态博弈,相对于参与公司治理更偏向于退出,从而对经营管理者缺乏监督的动力。对机构投资者的资产实施一定的流动性限制,可以在一定程度上延长其持股时间,进而创造重复博弈的条件,使其产生参与公司治理的动力。

参考文献:

- [1] 邵颖红,陈爱军.机构股东积极主义发展中存在的主要争论[J].同济大学学报,2004,(1):36-41.
- [2] 余晓东,杨治南.股东积极主义:一个博弈论的解释[J].外国经济与管理,2001,(3):30-34.
- [3] 宋冬林,张迹.机构投资合参与公司治理的经济学分析[J].经济纵横,2002,(5):17-20.
- [4] 万解秋,陈洁.投资机构介入公司治理的新视野[J].上海经济研究,2000,(12):28-32.
- [5] 陈通,张国兴,谢国辉.委托代理框架中道德风险的临界行为[J].天津大学学报,2002,(2):204-206.
- [6] 张维迎.博弈论与信息经济学[M].上海:上海三联书店、上海人民出版社,1996.43-74,207-230.
- [7] 李向前.机构投资者、公司治理与资本市场稳定研究[J].南开经济研究,2002,(2):69-73.
- [8] 李青原.论机构投资者在公司治理中角色的定位及政策建议[J].南开管理评论,2003,(2):28-33.

Game Analysis on Institutional Shareholder Activism and Suggestion

Yin Hong-chun¹, Cao Yu-gui²

(1. School of management Tianjin University, Tianjin, 300072;

2. North China Institute of Water Conservancy and Hydroelectric Power, Zhengzhou 450045)

Abstract: "Institutional Shareholder Activism" has become an important feature in Western securities market. According to economy game, the condition of institutional investor actively participating in corporate governance is analyzed in this paper. It shows that the motive force of institutional investor actively participating in corporate governance depends on the comparison of costs and revenues, to be more specific, on the proportion of shares, the length of share-holding and supervising costs, etc. Meanwhile, suggestions are proposed based on the result of game analysis on how to raise the motive force of China's institutional investor actively participating in corporate governance.

Key words: institutional investor; shareholder activism; game analysis; suggestion

[责任编辑:孟青]