

论后股改时代股权结构的持续优化

谢国琳 陈留平

(江苏大学财经学院 江苏镇江 212013)

【摘要】 随着股权分置改革的基本完成,我国上市公司进入“全流通”时代。然而,股权分置改革并不彻底,上市公司股权结构没有得到根本改善。本文分析了股改后股权结构的特点及存在的问题,进而提出了优化股权结构的几点建议。

【关键词】 股权结构 股权分置改革 上市公司

在特殊的制度环境和历史背景下,我国的上市公司大都是由国有企业改制而成。初期的股权结构设计为国有股、法人股和公众股并存,而国有股和法人股又绝大多数是“非流通股”,由此形成股权分置的格局。现实中,带有浓厚中国特色的上市公司股权结构和治理结构存在不少问题。随着股权分置改革工作的全面推进,我国股票市场已经进入了后股权分置时代。此次改革通过设计对价制度使得非流通股具有了流动性,使得原非流通股股东的目标函数与流通股股东趋于一致,以资产市场价值为利益共同点,上市公司成为股东利益的共同体。但是,存在于我国上市公司治理结构中的问题依然存在,与真正意义上的现代企业制度还有很大的差距。在后股权分置时代,探讨如何进一步完善上市公司的股权结构、推动证券市场发展将具有深远的实践意义。

一、我国上市公司股权分置改革回顾

1. 股权分置的由来。我国的证券市场是改革开放的标志性产物之一,其起初是为中国特色社会主义市场经济建设进行探索而设立的,是“摸着石头过河”的产物。在20世纪90年代,大批外资撤走,而国有企业又需要大量的资金投入,这就为股份制的发展创造了机遇。但上市公司要保证51%以上的股份在国家手中,这部分国有股不能上市流通,以保证社会主义公有制经济的主体地位。

国有企业当时普遍面临的经营困境致使当时的政策制定者并未把促进投资者、保护投资者利益作为设立股市的基本原则,而把为国企改革、为国企融资服务定为目标,股市成为国企融资的工具,这直接导致了股市性质和功能的偏差。在这种特殊的历史条件下形成的上市公司股权结构,导致国有股、法人股和流通股之间存在流通性差异,形成一种“不同股、不同价、不同权”的独特现象。其大意是将原有的存量国有资产界定为非流通股(国有股和法人股),然后在这个基础上再溢价发行一些可以流通的股票,即社会公众股。此举是为了在对政治体制的最小冲击下达到刺激经济发展、优化资源配置的目的。这一方案伴随1992年《股份公司规范意见》等相关文件的出台及其在实践中的应用而被逐步固定了下来,形成了我国股市发行与交易的二元股权结构。截至2005年3月股权

分置改革前,全国上市公司总股本为7 235.59亿股,其中非流通股有4 592.67亿股,占上市公司总股本的63.47%,国家股占上市公司总股本的46.81%。由此可以看出,股权分置问题相当严重。

2. 股权分置改革始末。我国的股权分置改革,最早可以回溯到国有股减持。2001年6月6日,国务院颁布《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》,其做法是在新股上市或者增发的时候,按照市价减持10%的国有股,但是在市场上很难操作。几个月后,上证综指由2 240点跌到1 500点附近,跌幅超过30%。紧接着在2001年10月22日,我国证监会宣布暂停国有股减持工作。实践证明,在当时进行这种比较激烈的改革还不宜。但是,关于股权改革的讨论却没有停止,政府有关部门的准备工作也一直没有停止过。

中国证券监督管理委员会主席尚福林在评价股权分置改革的必要性时指出:“在股权分置格局下,股票定价除包含公司基本面因素外,还包括三分之二股份暂不上市流通的预期。三分之二股份不能上市流通,客观上导致单一上市公司流通股股本规模相对较小、股市投机性强、股价波动较大和定价机制扭曲。”

为了解决制约我国证券市场健康发展的这种制度性问题,2005年4月29日证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,由此正式启动股权分置改革。2005年5月9日,清华同方、三一重工、紫江企业、金牛能源被确定为首批股改试点公司。除了清华同方,其余三家试点公司的改革方案均通过了股东大会的表决。随后,股权分置改革的步伐逐渐加快,截至2009年底,A股市场99%以上的上市公司都已经完成了股权分置改革。虽然很多股份的限售期还没有过,但在获得流通权情况下的限售与股改以前的不可交易有着本质上的区别,可以说我国的资本市场已经正式进入了全流通时代。

二、股权分置改革后的上市公司股权结构分析

1. 上市公司股权流通状况得到极大改善,股东目标趋向一致。从下表可以看出,自2005年股权分置改革以来,上市公司股权流通比例逐年上升,截至2009年股权流通比率已达

到75.53%，基本达到2005年的两倍，股权流通状况得到极大改善。

我国上市公司股权流通状况

年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009
总股本(亿股)	7 149.43	7 629.51	1 4897.57	22 416.85	24 522.85	26 162.85
流通股数(亿股)	2 577.18	2 914.77	5 637.78	10 331.52	12 578.91	19 759.53
流通股比例	36.05%	38.20%	37.84%	46.08%	51.29%	75.53%

数据来源：中国证监会数据统计。

股权分置时期，非流通股与流通股股价割裂，使得非流通股股东偏好股权融资以实现每股净资产和可控资产的最大化，而不是通过持续经营获得股权价值的增长以及经营效率的提升。随着股权分置问题的解决，流通股和非流通股之间的利益得到重新划分，非流通股和流通股的定价机制将会统一，非流通股股东和流通股股东的利益基础将达到一致，股票价格也会成为两者共同的价值判断标准，同时也可以加强对中小股东利益的保护。上市公司的经营目标也必然是追求全体股东财富最大化，市场对企业定价的价值回归，意味着市场约束的形成。股权分置改革后流通股的地位得到了提高，但流通股过度分散。现阶段，大多数流通股股东为个人股东，机构投资者甚少，从而使得证券市场的稳定性较差。

2. 股权比较集中，国有股仍“一股独大”。截至2008年12月，上海证券交易所的上市公司共有864家，总股本为20 803.59亿股，国家持有股份为9 373.51亿股，占总股本的45.06%，比2004年的比例下降了7.75%。事实上，如果考虑法人股当中还有一部分为国家控股，则实质上国有股的比重还会更高，“一股独大”现象依然存在。国有股“一股独大”直接导致政府有绝对的控制权，上市公司董事会及监事会的成员极少数是由个人股东出任。国有股一股独大的企业一般都具有政府和企业的双重性质，要求同时拥有社会管理者与企业所有者身份的政府来实行绝对的职能分离以达到政企分离是不太现实的。国有股在企业内部占有绝对数量的优势，使得治理结构难以规范化和效益化。总之，由于国有股带有“天生”的内在缺陷，因而国有股“一股独大”必然致使公司行为非理性化和公司治理结构的失灵。

3. 内部人控制问题并未完全解决。国有股的最终所有者为全国人民，也即所有者的受托者。由于权力与责任不对称，这使得国家所有权的代表“形至而实不达”，“缺位”现象比较普遍，缺乏能真正对国有资产保值、增值负责的人格化代表。在越来越分散的股权结构中，任何一个股东都缺少监督管理层的足够动力，且大股东和管理层对公司拥有绝对的信息优势。股权分置改革之后大股东也将更为关注二级市场的股价，更有动力去推高股价以获取收益，如利用其控制权与二级市场配合炒作，仍然可能出现证券市场发展不规范时的恶性事件，对中小股东的损害可能更大。同时，国有股所有权由政府多个部门行使，这在表面上看是多头管理，而实质上却没有一个部门真正负责。目前国有股的主体实际上是不明确的，即“所有者缺位”。国有股“所有者缺位”与“内部人控制”相伴而

生，严重削弱了公司所有者与经营者之间的制衡机制以及激励和监督机制的功能。再加上对股东利益的法律保护长期不足、公司控制权市场缺位等因素的存在，我国上市公司内部人控制问题有可能进一步恶化。

三、优化股权结构、提高公司绩效的措施与建议

1. 适度降低国有股比重，建立相对集中的股权结构模式。通过减少国有股比重而引入其他形式的股权，将股权结构分散，便可以合法地削弱国有股的控制力度，使我国企业的治理结构逐步趋于完善。至于如何减持国有股，可谓“仁者见仁，智者见智”，可以采取存量发行、国有股配售、国有股回购等方式，也可以考虑采取股权置换的方式来实现国有股减持。股权分置改革完成后，流通股与非流通股割裂的局面被打破，为国有股减持创造了良好的条件。2009年6月19日，财政部、国资委、证监会、全国社保基金理事会联合发布《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》，规定按首次公开发行时实际发行股份数量的10%，将股份有限公司部分国有股转由社保基金会持有。此举不但起到了减持作用，而且有助于减轻“大小非”的减持压力并充实社保基金。应该看到，减持国有股的方法虽不少，但各有优劣利弊。国有股减持在具体实施过程中，应当遵循市场原则，同时要注意与培育法人股东、社会投资多元化等结合起来，形成几位控股相当的大股东并存的格局。

2. 提高法人股持股比例。通过市场引入具有监督动机的法人股，有助于公司真正按市场机制公平竞争与运行，使公司治理结构得以完善。法人股持股比例的提高一方面可以减轻国有股流通所带来的压力，另一方面有利于加强企业经营者对公司的控制。因为法人相互持股不同于自然人持股，其持股的目的不是获得股息红利以及股票价差，而在于与被持股公司建立一种长期而稳定的生产和经营联系。另外，法人相互持股维持了较低的持股水平，增加了企业利润留存，增强了公司实力，也由此使经营者的权力得到进一步强化。目前世界各国对如何充分发挥银行的控制作用越来越重视，银行等金融机构是公司的稳定股东，银行等法人股东不仅具有较强的监控能力，而且当企业经营状况不佳或陷入破产境地时，银行也会把对企业的债权转化为对企业的股权，帮助企业重组以共渡难关。在企业改制中，对于因贷款投资而负债率过高的企业，也可将部分企业股权以“贷改投”方式转归银行持有。

3. 培育机构投资者，引入多元投资主体。机构投资者的壮大，有利于缓解股权过于集中的现象，有助于改变小股东“用脚投票”对企业进行被动管理的局面，使小股东通过机构联合起来，避免个人持股所带来的股权高度分散。目前，我国股票市场上的机构投资者所占比重很小，截至2009年4月30日，在上海证券交易所开户的投资者共6 776.49万户，其中个人投资者为6 744.33万户，占总开户数的99.53%，机构投资者为32.16万户，占总开户数的0.47%。为了改善上市公司的公司治理，我国开始大力培育和超常规发展机构投资者。引入有治理能力的机构投资者，如保险公司、养老基金、证券投资基金等机构投资者及国外机构投资者，有利于上市公司

国有企业跨国并购的风险分析与防范对策

孙喜平(教授)

(湖北经济学院 武汉 430205)

【摘要】 国有企业跨国并购潜藏着很大的政治风险、法律风险、财务风险、评估风险、汇率风险和整合风险。本文运用大量案例对上述风险进行逐一分析,认为国有企业在跨国并购中应加强与东道国政府的沟通,认真研究目标企业所在国的相关法律,制定科学的并购资金预算,理性评估目标公司资产的潜在价值,选择适当的融资方式,加强对并购企业的有效整合,以防范并购风险、降低经济损失。

【关键词】 国有企业 跨国并购 风险分析 防范对策

一、国有企业跨国并购现状

我国企业的跨国并购活动始于 20 世纪 80 年代,至今已有 20 多年的历史。20 世纪 90 年代中期以来,我国企业跨国并购迅速发展,尤其是在 2001 年我国加入 WTO 后,国内企业跨国并购浪潮兴起,出现了一系列有重大影响力的跨国并购事件。这其中当然不乏成功的案例,但我们在品尝成功喜悦的时候更应该去关注那些失败的案例:无论是“中铝与力拓收购交易失败案”、“上汽 5 亿美元完败双龙案”,还是“中海油 185 亿美元收购优尼科被否案”,都在向我国企业诉说着外面的世界除了精彩,还有利益的伪善、无原因的毁约及无法逾越又若隐若现的国家利益。

近两年受国际金融危机影响,全球资本市场的银根普遍偏紧,而我国经济在一定程度上受金融危机的影响不大,这就给我国企业的跨国并购提供了一个很好的机遇。根据德勤最新发布《中国崛起:跨国并购新领域》一文可知,2009 年前三季度我国企业完成的跨国并购交易总共有 61 宗,总计金额

达 212 亿美元,而且这些并购活动持续集中于能源、矿业及公用事业。自 2003 年初开始,该行业的交易占跨国并购总成交量的 29%,价值则为总价值的 65%,而在 2009 年前三季度两项百分比更分别进一步上升至 40%及 93%。可以预见,未来我国企业的跨国并购仍会以能源、矿业及公用事业为主,而且随着欧洲及北美迫切需要金融服务行业进行大的改革,金融行业的投资机会也将会显现。

跨国并购作为国际竞争和国际垄断相互作用的结果,其既进一步推动了国际竞争,又进一步发展了国际垄断。跨国并购使得并购企业实现了规模经济的优势,既能开展国际贸易,又能进行国际生产;既从事产品转移,又从事资本转移、技术转移和信息传播。因此,跨国并购对于我国国有企业国际化具有十分重要的意义。

二、国有企业跨国并购的风险分析

1. 政治风险。政治风险是指在国际经济往来中,由于未能预期政治事件的变化而给国际投资活动可能带来的不确定

进行有效的优化组合,改善不合理的股权结构,从而进一步改善我国上市公司的法人治理结构。首先,机构投资者不但有动力也有能力对公司价值进行合理评估和对股票进行合理定价,他们更具备“精明投资者”的特征。其次,机构投资者可以对公司管理层提出各种议案,以及通过媒体等公开途径迫使管理层接受提案,所以他们也具有一定程度的“积极投资者”的特征,通过影响公司董事会和管理层来提高公司质量、实现超额收益。

4. 鼓励管理层和职工持股。通过建立股票期权等制度可以实现对经理层的激励,通过推广职工持股可以实现对职工的激励,这两种激励都有利于提高企业效益。在管理层收购的情况下,管理者拥有企业的大部分股权,其经营业绩与报酬直接挂钩,从而实现了所有权与经营权的统一,大幅降低了代理成本,而管理人员将会致力于引进新技术,挖掘企业潜力,从长远的眼光进行投资。此外,管理层收购还会对管理者产生

债务约束。管理层收购是利用内部人持股来提高上市公司绩效的一种方法,但要防止内部人低价掠夺国有资产。

主要参考文献

1. 李华.中国上市公司股权结构及其优化.上海:复旦大学出版社,2004
2. 李新.国有股减持:渊源、历程与路径选择.北京:首都经济贸易大学出版社,2007
3. 杨善林,杨模荣,姚禄仕.股权分置改革与股票市场价值相关性研究.会计研究,2006;12
4. 王峰虎,李志军.国有股减持的契约分析.经济问题,2005;4
5. 郑德理,沈华姍,张晓顺.股权结构的理论、实践与创新.北京:经济科学出版社,2003
6. 何进日,江伟.我国上市公司股权结构优化问题研究.现代财经,2002;7