

壳价值、赎回期权、私有化战略与交易结构

——我国上市公司私有化案例研究

柯昌文

(湖北经济学院会计学院 武汉 430205)

【摘要】 本文对上市公司壳价值进行计量,并提出上市公司控股股东赎回期权的概念。研究发现,一些目标公司的股权资本成本较高,其赎回期权的行使并不是在最恰当的时间点;从经济利益角度通过要约收购进行私有化不是最优的交易结构。控股股东私有化战略的主要目标是以牺牲一定的潜在经济利益为代价,解决子公司以及控股股东自身的股改问题,彰显国有企业的目标是追求经济利益和政治责任的平衡。

【关键词】 壳价值 赎回期权 私有化战略 交易结构

一、关于私有化战略目标的研究文献

现有文献主要从经济利益角度考察上市公司私有化战略。Renneboog, Simmons 和 Wright(2007)对私有化战略进行了全面归纳和总结,指出在私有化中常见的获得经济利益的方式、手段包括:改善利益结构和控制结构,减少自由现金流量,减少代理成本;追求税收利益;减少股份交易成本;防范敌意并购;利用公司市场价格低于其真实价值的机会;剥夺其他利益主体的财富等。一些学者从治理成本角度考察私有化战略。Grossman 和 Hart(1980)认为,私有化可以改善公司的股权结构,使公司股权集中,私有化后公司股东积极参与公司治理,形成更有效率的公司治理体制。Cornelli 和 Karakas(2008)分析了英国1998~2003年期间由私募股权企业发起的88例私有化,他们发现董事会规模从私有化前的平均6.5名董事下降到私有化后的平均5.5名董事。我国因为发生的

境无法实现的。正如洪艳蓉在评价我国开展资产证券化的会计环境时写道:就会计事务而言,我国目前的会计业正处于调整、改革和逐步与国际接轨的阶段,实务操作中还没有制定与资产证券化操作配套的会计准则,也欠缺相应的操作经验,而提供审计服务的会计师事务所近年来因“会计造假”的困扰,声誉大受影响,也正处于严格的规范调整当中。因此,笔者建议,规则制定不可冒进或企图在短期内追求一步到位,应采取有计划地渐进式发展策略,随着会计环境的改善逐步发展成熟的SPE合并规则。

2. 规则宽松程度的权衡。虽然国际趋同是大目标,但在SPE合并规则方面,切不可盲目套用国外准则,对规则严格程度的权衡一定要充分顾及我国金融市场的发展实情。假如将FASB如此严格的新准则直接套用于我国SPE上,我国刚处于发展阶段的资产证券化市场势必遭受严重影响。此外, Daniel 和 Steven 在检验FIN46颁布对美国商业银行的影响时发现,关于SPE合并规则的国际差异,可能会产生一方的

私有化案例较少,尚未见专门的深入研究成果。一些学者主要分析了我国私有化的动因。简建辉、吴蔚(2007)认为中石油、中石化发起私有化的动因是股权分置改革和资源整合。包振宇(2008)认为,中石化将上市子公司私有化的动因是理顺内部股权关系和股权分置改革。

对公司私有化这种重要的战略决策,本文关注壳价值、赎回期权、私有化战略与交易结构之间的关系。公司私有化发起人不同,其私有化战略目标也会不同。公司私有化的发起人可以是公司控股股东、管理层,也可能是与公司没有直接关系的投资者,如私募股权投资基金等。当私有化由控股股东发起时,不同类型的控股股东,如自然人控股股东和国有控股股东,其私有化战略的交易目标和交易动因可能不同,并可能受到经营环境和制度背景的影响。在我国这些私有化案例中,发起私有化的主体均是国有控股公司。OECD(2005)认为,国有

套利机会和另一方的竞争劣势。在他们的研究中,FIN46使得北美银行在竞争中将一部分市场份额输给了外国银行。Daniel 和 Steven 创新性的发现给予了我国深刻启示,短期内不像美国那么严格的SPE合并规则可能为我国发展中的资产证券化市场创造机会。

主要参考文献

1. 中国工商银行城市金融研究所课题组. 次贷危机下的金融监管反思. 中国经济报告, 2009;2
2. 刘锋, 何广涛. 特殊目的实体合并的变革. 财经论丛, 2003;6
3. 洪艳蓉. 资产证券化法律问题研究. 北京: 北京大学出版社, 2004
4. Daniel A. Bens, Steven J. Monahan. Altering Investment Decisions to Manage Financial Reporting Outcomes: Asset - Backed Commercial Paper Conduits and FIN 46. Journal of Accounting Research, 2008;5

企业有多重、矛盾的目标,这些目标包括避免市场扭曲和追求获利能力,国有企业的目标设置事实上是股东价值、公共服务,甚至是就业保障之间的权衡。我国国有企业(包括国有控股的上市公司)直接或间接接受政府控制,作为市场经济条件下的企业,其要追求经济利益,包括企业的经济利益和员工的经济利益;作为政府直接或间接控制的一类特殊企业,其行为要受到政治责任的约束,因此,我国国有企业的行为目标应是追求经济利益和政治责任的平衡。国有企业的目标的这些特点在国有企业控股的上市公司的私有化战略上也会留下烙印。

二、壳价值、赎回期权与私有化战略

私有化战略因发起人不同而各具特点,发起人在制定私有化战略时要结合所处的经营环境和制度背景。从经济利益角度考察,私有化战略与壳价值、赎回期权有着密切联系。

1. 上市公司壳价值。私有化实质是一种弃壳或称废壳交易。国内一些学者通常认为上市资格是一种稀缺资源,这种资源称为壳资源,并对壳资源的价值及其来源进行了研究,但学者所用的概念不太一致。一些学者所称的壳资源价值是上市公司的股权价值。陈永忠、高勇(2004)认为,上市公司壳资源价值是指上市公司的价值,上市公司价值高出其作为私人公司价值的部分称为市场产权价值,上市公司作为私人公司时的价值用每股净资产计价,市场产权是指上市公司拥有入市融资和入市交易的权力。也有一些学者所称的壳资源价值指的是上市公司相对私人公司的价值之差。陈品亮(1999)认为,上市壳公司的价值与壳价值是两个不同的概念,上市壳公司的价值是企业价值和壳价值的总和,对壳公司的企业价值采用清算价值计量,壳价值来源于上市公司的融资优势。他所称的壳公司的企业价值实际是指上市公司作为私人公司的价值。国内学者只看到上市公司有利的一面,而忽视上市公司不利的一面,即认为上市资格一定能够增加企业价值,按照这种观点,无法解释在国外成熟的资本市场中经常发生的私有化交易。

本文认为,上市公司的壳价值(“壳价值”)是指上市公司相对其作为私人公司的价值差异,是私人公司上市后的价值变化。即:壳价值=上市公司价值-上市公司作为私人公司时的价值

(1)

为了对不同上市公司的壳价值进行比较,定义每股壳价值、壳价值率为:

每股壳价值=壳价值/流通股数量

(2)

壳价值率=每股壳价值/上市公司每股价值×100%

(3)

上市公司价值、上市公司作为私人公司时的价值都随时间波动,因此壳价值不是固定不变的,也随时间波动。上市公司的价值可以直接根据股份交易数据观察,但上市公司作为私人公司时的价值不能直接观察,除非上市公司的资产唯一地由现金组成,这种情况在我国尚未出现。因此需要选择一定的代理变量计量上市公司作为私人公司时的价值。在股权分置改革之前,我国上市公司的股份分为流通股和非流通股,非流通股股份不能通过交易所系统转让,实质是私人公司的股份性质,非流通股股份的交易价格反映了上市公司作为私人

公司时的价值,可以选择非流通股的交易价格作为代理变量。如果上市公司没有非流通股的交易价格,但有对全部资产进行评估,可以选择其评估价值作为代理变量。如果上市公司既没有非流通股的交易价格,也没有对全部资产进行评估,我们选择股权账面价值作为代理变量。

壳价值来源于上市公司相对私人公司的差异对企业估值的影响。通常认为上市公司在筹资、股份流动性等方面具有优势:①筹资优势。②股份流动性优势。③股份的货币化优势。

公司上市后也会增加一些成本:①公司上市会增加公司治理成本。②公司上市会增加信息披露成本。③公司上市会增加潜在的诉讼成本。④公司上市后面临证券市场和投资者带来的短期经营压力。公司上市后,其投资、融资和经营业绩均会成为资本市场关注的焦点。上市公司在决策时要考虑股民和证券分析师对这些决策的看法以及决策项目对经营业绩的短期影响,可能会推迟一些对公司有战略意义但对短期业绩带来负面效应的项目,从而损害公司价值。

虽然上市公司在筹资、股份流动性、股份货币化等方面相对私人公司具有一些优势,但私人公司在治理结构、决策机制等方面相对上市公司也有一些优势:①私人公司在治理结构上具有灵活性,既可以选择类似于上市公司的复杂的治理结构,也可以从成本、决策效率角度考虑选择相对简单的治理结构。②私人公司在决策机制上具有灵活性。③私人公司在利用财务杠杆上更具灵活性。④私人公司在信息披露方面具有灵活性。法律法规对私人公司公开信息披露的内容、方式没有严格要求。

由于上市公司和私人公司各有优缺点,反映在壳价值上的结果是:壳价值既可能为正值,也可能为负值。当壳价值为正值时,说明上市公司比其作为私人公司更具价值;当壳价值为负值时,说明上市公司不如其作为私人公司具有价值。

2. 壳价值与私有化战略。私人公司发展一定程度就会面临股权结构上的抉择:是继续保持私人持股还是公司上市。上市公司与私人公司在一定的条件下会相互转化。当壳价值为正值时,说明上市公司比其作为私人公司更具价值,壳是一种资源,促使私人公司通过IPO等上市;当壳价值为负值时,说明私人公司比其作为上市公司更具价值,此时壳不但不是资源,反是一种负担,促使上市公司私有化。

由此可以得到:推论1:如果上市公司壳价值显著为正值,从经济利益出发控股股东就不应采用私有化战略将公司私有化;如果控股股东采用私有化战略,那一定是追求非经济利益。

3. 赎回期权与私有化战略。私人公司通过IPO上市,也可看作是私人公司的控股股东通过IPO引入其他股东并筹资;上市公司股份在高度流动性的有组织的市场交易,上市公司的控股股东可以根据需要通过全面要约收购其他股东所持股份迫使其其他股东退出公司,此为上市公司控股股东的权利而非其义务。控股股东通过全面收购其他股东的股份迫使其其他股东退出公司的权利,本文将其称之为赎回期权。私人公司的控股股东也可收购其他股东所持股份,但该种收购是一种私下收购,私人公司的股票没有在交易所上市,没有交易价格

作为参照，私人公司控股股东收购其他股东股份在收购估价的协商、谈判和确定上更加困难。从筹资角度看，控股股东是否赎回其他股东股份主要取决于是否有其他替代的筹资来源、资本成本等因素。对有的私人公司来说，赎回其他股东的股份迫使其他股东退出公司是解决股东之间的矛盾和冲突的重要工具。

通常情况下赎回期权的行使与股权资本成本有相当大的关系。股权资本成本是隐性的，不能直接观察，并随时间波动。上市公司股权资本成本的计算一直是一个难题，并引起很多学者的关注。私有化交易为上市公司股权资本成本的计算提供了典型的案例。公司股权资本成本的计算有两个角度：站在筹集股权资本公司的角度和站在投资者角度。我们从投资者角度考察股权资本成本与赎回期权行使的关系。对股权资本成本的计量有两种视角：一种是历史的、事后的、已实现的，另一种是预测的、未来的、事先的、未实现的。对预测的股权资本成本的考察有多种方法，计量结果依赖于其对未来所做的假设，很难取得大家都认可的计量。虽然历史的股权资本成本有一定的局限性，但具客观性，便于分析。我们从投资者历史的已实现收益的角度考察股权资本成本与赎回期权行使的关系。控股股东赎回股票实质是同其他股东结算股权资本成本。股权资本成本是浮动的，上市公司控股股东可以选择合适的时机赎回其他股东所持的股份。

从经济角度考察，控股股东同其他股东结算股权资本成本应选择股权资本成本较低的时间点，因此，可以得到推论2：一般来说，当上市公司股权资本成本较低时，上市公司控股股东才会行使赎回期权。如果上市公司控股股东在股权资本成本较高的时点行使赎回期权，那一定是基于非经济利益。

三、私有化交易结构

私有化作为一类特殊的交易，其交易战略要通过一定的交易结构才能实现，同时分析交易结构可以找出隐藏在交易细节中的真相。

1. 可供选择的交易结构。中石油、中石化本身都是上市公司，在发起私有化时，中石油已发行H股并在香港联交所和美国纽约交易所上市，但尚未在A股上市；中石化既已发行H股，又在国内A股上市。中石油在要约收购报告中披露的收购目的为解决同业竞争、减少关联交易，中石化在要约收购报告中披露的收购目的为实现业务一体化战略。中石油、中石化为了解决与上市子公司的关联交易、同业竞争和业务一体化问题，有多个交易结构方案可供选择：①资产置换，控股股东将自己的其他经营资产与上市子公司的经营资产置换，这种方式要求控股股东有其他合适的相对独立的经营资产，置换后不会再次产生关联交易和同业竞争问题。该种方式维持子公司的上市地位。②股权转让，控股股东转让上市子公司的控股权，子公司的经营资产也一并转移。这种方式彻底解决了关联交易和同业竞争问题，但有悖于业务一体化战略，影响到中石油、中石化经营资产的完整性，并会产生新的竞争对手，中石油、中石化不会接受。③资产收购加卖壳，控股股东收购上市子公司的经营资产后，转让子公司的控股权。这种方式

的好处是：中石油、中石化保持了经营资产的完整性，又维持了子公司的上市地位，并从出售子公司的控股权中获得一笔收入。④全面要约收购，控股股东通过现金收购其他股东所持股份将上市子公司私有化，中石油、中石化得到子公司的全部经营资产，同时注销子公司上市身份，但控股股东需要支付巨额现金。这是一种废壳行为，是中石油、中石化实际采纳的交易结构。⑤换股吸收合并，控股股东用本身股份收购子公司其他股东所持股份，上市子公司其他股东得到的不是现金，而是控股股东的股份，成为控股股东的股东。这也是一种将上市子公司私有化的方式，也是一种废壳行为，但这种方式控股股东不需要用现金支付，而是用本身股份支付。在发起私有化时中石油虽然在香港联交所和纽约交易所上市，但尚未在A股上市，因此对中石油尚无法操作。

这5个方案涉及不同的审批程序，如表1所示。在5个方案中，控股股东无法接受股权转让方案，其他4个方案中，只有全面要约收购中国证监会的牵涉较小，也不需要子公司股东大会的批准，意味着从方案启动到实施完成需时较短。方案1的可行性不高，中石油、中石化中要找到价值相当的用于置换用的独立资产的可能性较小，因中石油此时尚未在国内A股上市；方案5也无法实施，只有方案3和方案4具有比较意义。控股股东在方案3和方案4中均得到公司的全部资产，方案3是卖壳，方案4是废壳，因而控股股东的净支出不同。

表1 各交易结构的审批程序

序号	交易结构	审批程序		
		控股股东	子公司	中国证监会
1	资产置换	股东会或授权董事会	股东会	审批
2	股权转让	股东会或授权董事会	-	-
3	资产收购+卖壳	股东会或授权董事会	股东会	审批
4	全面要约收购	股东会或授权董事会	-	出具意见
5	换股吸收合并	股东会	股东会	审批

2. 中石油、中石化选择的交易结构。中石油、中石化从2005年10月到2006年2月期间对子公司发起私有化，通过全面要约方式用现金收购其他股东所持全部股份，交易金额从人民币6亿元到约50亿元，见表2。

表2 私有化交易的时间、金额和资金来源

目标公司	发起人	发起人类别	要约收购报告书摘要公告日	交易金额	资金来源	A股终止上市公告日(交易完成日)
吉林化工	中石油	控股股东	2005-10-31	10.5*	自有资金	2006-02-18
锦州石化	中石油	控股股东	2005-10-31	6.375		2005-12-31
辽河油田	中石油	控股股东	2005-10-31	17.60		2005-12-31
扬子石化	中石化	控股股东	2006-02-16	48.83	自有资金+银行贷款,银行贷款占比不超过80%	2006-04-20
齐鲁石化	中石化	控股股东	2006-02-16	35.63		2006-04-21
石油大明	中石化	控股股东	2006-02-16	27.51**		2006-04-20
中原油气	中石化	控股股东	2006-02-16	30.91		2006-04-20

数据来源：作者根据相关公司的公告资料计算。*不包括H股的收购支出；**包括非流通股的收购支出。

从表2可以看出,除吉林化工因为涉及H股的私有化,整个私有化方案操作时间为3个半月外,其他6家公司的操作时间均为2个月左右,这对于这么大的重组活动来说是相当短的时间。在这么短的时间内还需要取得证监会的批文,如果没有证监会的大力支持是无法做到的。

在这7家被私有化的公司中,发起人持股比例最低的是石油大明,只持股26.33%;其他6家公司私有化发起人的持股比例均在67%以上,如表3所示。石油大明在这7家公司中较具特色:在私有化收购中,既有对A股流通股股份的收购,也有对非流通股股份的收购。

表3 目标公司股权结构 单位:万股

目标公司	总股份	发起人	发起人持股	要约收购股份			
				A股非流通股	A股流通股	H股	小计
吉林化工	356 107.8 (100%)	中石油	239 630 (67.29%)		20 000 (5.62%)	96 477.8 (27.09%)	116 477.8 (32.71%)
锦州石化	78 750 (100%)	中石油	63 750 (80.95%)		15 000 (19.05%)		15 000 (19.05%)
辽河油田	110 000 (100%)	中石油	90 000 (81.82%)		20 000 (18.18%)		20 000 (18.18%)
扬子石化	233 000 (100%)	中石化	198 000 (84.98%)		35 000 (15.02%)		35 000 (15.02%)
齐鲁石化	195 000 (100%)	中石化	160 000 (82.05%)		35 000 (17.95%)		35 000 (17.95%)
石油大明	36 402.760 8 (100%)	中石化	9 586.641 6 (26.33%)	233.28 (0.64%)	26 582.839 2 (73.03%)		26 816.119 2 (73.67)
中原油气	87 465 (100%)	中石化	61 965 (70.85%)		25 500 (29.15%)		25 500 (29.15%)

注:括号内数据表示占公司总股份的百分比。

计算这7家公司的壳价值、壳价值率,如表4所示。可以看出,这7家公司的壳价值率都很高,最低的为石油大明,其壳价值率也达到45.63%。根据推论1,说明这7家公司私有化的主要目的不是为了经济利益。

表4 壳价值计算

目标公司	每股净资产(元/股)	作为私人公司每股价值(元/股)	A股流通股私有化价格(元/股)	A股流通股数量(万股)	壳价值(万元)	每股壳价值(元/股)	壳价值率
吉林化工	1.60*	1.60	5.25	20 000***	73 000	3.65	69.52%
锦州石化	1.007	1.007	4.25	15 000	48 645	3.243	76.31%
辽河油田	2.95	2.95	8.80	20 000	117 000	5.85	66.48%
扬子石化	6.07	6.07	13.95	35 000	275 800	7.88	56.49%
齐鲁石化	3.92	3.92	10.18	35 000	219 100	6.26	61.49%
石油大明	5.00	5.6**	10.30	26 582.839 2	124 939	4.70	45.63%
中原油气	6.02	6.02	12.12	25 500	155 550	6.10	50.33%

注:*每股净资产指截止期在要约收购报告书摘要公告日前的最近一期季报计算的每股净资产。**石油大明作为私人公司每股价值用非流通股私有化价格计量,其余公司既没有非流通股私有化价格,也没有资产评估价格,故用每股净资产计量。***不含H股数量。

假设控股股东按子公司作为私人公司时的价值收购子公司的全部资产,控股股东所持股份均为非流通股,控股股东按子公司作为私人公司时的价值出售所持子公司股份,方案3应支付的净支出见表5。

表5 方案3的净支出 单位:万元

目标公司	总股本	作为私人公司时每股价值(元/股)	控股股东收购净资产应付价款	控股股东持股	控股股东转让股份应收价款	控股股东净支出
吉林化工	356 107.8	1.60	569 772	239 630	383 408	186 364
锦州石化	78 750	1.007	79 301	63 750	64 196	15 105
辽河油田	110 000	2.95	324 500	90 000	265 500	59 000
扬子石化	233 000	6.07	1 414 310	198 000	1 201 860	212 450
齐鲁石化	195 000	3.92	764 400	160 000	627 200	137 200
石油大明	36 402.760 8	5.6	203 855	9 586.641 6	53 685	150 170
中原油气	87 465	6.02	526 539	61 965	373 029	153 510

比较控股股东在方案3和方案4中的净支出(见表6)可以发现,前者远大于后者,其超出金额与表4计算的壳价值相等。这绝非偶然,因为方案3是卖壳,方案4是废壳,控股股东在方案3中不用为壳价值买单。实施方案4超出的支出占方案4净支出的比例除吉林化工、石油大明因为分别涉及H股和非流通股的收购而与壳价值率不等外,其他公司的与壳价值率均相等。方案3实施的关键是控股股东的股份能够成功转让,这其中的障碍是交易金额,交易金额较小的是锦州石化和石油大明,也要五、六亿元;交易金额较大的,如扬子石化达到120亿元,要找到收购方有一定的难度。但方案3实施后子公司的资产都是现金,同时基本按每股净资产作为股份转让价格,锦州石化、石油大明成功实施方案3是完全没问题的。

表6 方案3与方案4的净支出比较 单位:万元

目标公司	方案3净支出	方案4净支出			小计	方案4净支出超出方案3金额**	超出金额占方案4比例***
		收购A股流通股支出	收购非流通股支出	收购H股支出			
吉林化工	186 364	105 000		154 364*	259 364	73 000	28.15%
锦州石化	15 105	63 750			63 750	48 645	76.31%
辽河油田	59 000	176 000			176 000	117 000	66.48%
扬子石化	212 450	488 250			488 250	275 800	56.49%
齐鲁石化	137 200	356 300			356 300	219 100	61.49%
石油大明	150 170	273 803	1 306		275 109	124 939	45.41%
中原油气	153 510	309 060			309 060	155 550	50.33%

注:*因为在壳价值测算中未计H股壳价值,故本处H股按私有化价格计算。**与壳价值一致。***因本表中吉林化工、石油大明的方案4净支出分别包括收购H股、收购非流通股支出,故该两公司的超出金额占方案4比例与壳价值率不一致,其余公司的与壳价值率一致。

中石油、中石化没有选择成本较低的方案3,而选择成本较高的方案4,说明它们考虑的不是经济利益。中石油、中石化作为国有控股的上市公司,应履行一定的政治责任,如果选择方案3,此种逐利行为会给她本身的形象带来负面影响。

再来考察中石油、中石化行使赎回期权时的股权资本成本,考虑这些目标公司的IPO价格、现金分红、配股、送股以及私有化的价格。假设这7家公司IPO时的公众股东一直持有其股份直至被私有化收购,并参加中途可能发生的配股,用IRR法可以计算公众股东的年收益率,也就是公司的A股流通股股权资本成本,结果如表7所示。这7家公司的A股流通股股权资本成本差异较大,从2%到20%。根据推论2,我们得到的结论是混合性的:有的目标公司股权资本成本确实较低,如锦州石化等,其赎回期权的行使时机是恰当的;有的目标公司股权资本成本较高,如石油大明,其赎回期权的行使时机不一定恰当,或者说,控股股东赎回其他股东的股份不是纯粹从经济利益出发。

表7 目标公司A股流通股股权资本成本

目标公司	私有化价格	每股净资产 (元/股)	相对私有化公告 日前一日收盘价 溢价	A股流通股 股权资本 成本
吉林化工	A股流通股5.25元/股; H股2.80港币/股	1.60	6.92%	6%
锦州石化	4.25元/股	1.007	10.10%	2%
辽河油田	8.80元/股	2.95	18.76%	16%
扬子石化	13.95元/股	6.07	26.24%	18%
齐鲁石化	10.18元/股	3.92	24.45%	11%
石油大明	A股流通股10.30元/股; A股非流通股5.6元/股	5.00	16.91%	20%
中原油气	12.12元/股	6.02	13.17%	18%

考察中石油、中石化发起私有化的制度背景。2005年9月4日,中国证监会发布《上市公司股权分置改革管理办法》,从而正式拉开大规模的股权分置改革(“股改”)序幕。在股改中,非流通股股东向流通股股东支付股改对价而获得流通股,股改对价常用赠送股份或现金方式。按国内当时通行的股改做法,中石油、中石化需向其子公司的A股流通股股东支付股份或现金,支付后,中石油、中石化持有的子公司的A股非流通股变成限售股,获得上市流通股。由于中石油、中石化已在境外发行H股并上市,不论股改对价是采用赠送股份还是现金,中石油、中石化的外资股东均会无法理解,并可能引起股东诉讼。因此中石油、中石化将子公司私有化,彻底解决上市子公司的股改问题。从证监会股改管理办法出台日期以及中石油、中石化发起私有化的时间点也可看出两者的联系。

对于中石油、中石化这样的超大型央企来说,子公司的股改不但是一个经济问题,更是一个政治任务,事关国资委对中石油、中石化领导层的考核。通过大型央企股改示范作用,可以带动其他企业股改。正因为如此,制约了中石油、中石化无法从经济利益出发对子公司进行卖壳处理。由于中石化其时已在A股上市,本身也存在股改问题,子公司私有化后有助于中石化本身的股改问题的解决。在完成四家子公司的私有化后,2006年8月中石化公布并在9月成功实施了其本身的股改方案:全体A股流通股股东每10股获得非流通股股东支付的2.8股作为股改对价。

四、结论

从壳价值观察,以损失巨大的壳价值为代价发起私有化,中石油、中石化不是为了追求经济利益。如果从股权资本成本来考察得到的结论是混合的。有的子公司的股权资本成本很低,说明赎回期权的行使时机恰当;也有一些子公司的股权资本成本较高,达到20%,从经济角度考察其赎回期权的行使并不是在恰当的时间点,说明其是为了快速通过赎回其他股东股份完成私有化,而没有耐心等待更佳赎回时机的出现。

中石油、中石化宣布将子公司私有化的目的是解决关联交易、同业竞争和业务一体化问题,有多种交易结构可以实现这一交易战略。在这多种交易结构中,以私有化方案的成本较高,如果选择其他的交易结构,如资产收购+卖壳等,则可以节省大量的收购成本。从经济角度考察私有化不是最优的交易结构,进一步说明中石油、中石化发起私有化不是为了追求经济利益,而是为了用快刀斩乱麻的方式快速解决子公司的股改问题,并以牺牲一定潜在的经济利益为代价。当时中石油尚未在国内A股上市,通过私有化彻底解决了上市子公司的股改问题。而中石化当时已在国内A股上市,通过私有化彻底解决了上市子公司的股改问题,并为自身股改问题的解决铺平了道路。股改是当时条件下国有控股的上市公司的政治任务,中石油、中石化作为举足轻重的央企“巨无霸”,其股改的快速启动和完成对其他企业具有极强的示范作用。

国有企业的行为目标应是追求经济利益和政治责任的平衡。中国的国有企业或国有控股的上市公司除追求经济利益之外,还需要履行一定的政治责任和社会责任。我国国有企业或国有控股企业的行为同市场经济条件下的追求利润或企业价值最大化的企业行为有一定的差异。

在成熟的资本市场上市公司壳价值可正可负。如果企业争先恐后去上市,不愿意发起私有化,说明企业上市得到的利益太多,私有化后企业失去的太多,即上市壳价值太高。壳价值只有正值,没有负值,企业“去壳”损失太多,此时资本市场仍有较大的改进空间。目前我国就是这种情况,除中石油、中石化发起私有化的案例外,尚未有其他企业主动发起私有化。我国上市公司供不应求,很多企业为上市甚至要付出好几年的时间争取,导致壳价值高企,资本市场仍有待完善。

主要参考文献

1. 简建辉,吴蔚.上市公司私有化:动因与实践分析.财会月刊(理论),2007;11
2. 包振宇.我国上市公司私有化动因探析:理论综述与个案研究.海南金融,2008;6
3. 陈永忠,高勇.上市公司壳资源利用理论与实务.北京:人民出版社,2004
4. 陈品亮.买壳上市中“壳”公司的价值评估.经济论坛,1999;24
5. 何小锋,王国强.买壳上市的成本效益分析.经济科学,2000;4
6. 王性玉.上市公司“壳资源”及其交易价格模型.经济体制改革,2002;2