

论股权分置改革与上市公司治理

论文关键词 股权分置 股权分置改革 公司治理

论文摘要 股权分置改革对上市公司治理意义重大本文追溯股权分置的历史分析了其对公司治理在不同时期的影响并以宝钢股份为例证明股权分置改革对上市公司治理的促进作用同时也认为股权分置改革也还存在问题公司治理并未因股权分置改革而一劳永逸在全流通时代还要继续完善上市公司治理

一、股权分置及其对公司治理的影响

20 年底我国上市公司总股本中非流通股股份占上市公司总股本的 63.5% 国有股份占非流通股的 74% 占总股本的 47% 国有股处于明显控股地位上市公司治理存在一股独大

问题股权分置对上市公司治理的不利影响一是上市公司共同利益基础不同缺乏公司治理基础在股权分置条件下非流通股股东关注的是再融资的价格和净资产的增值而流通股股东关注的是二级市场的股价两者之间存在利益冲突由于非流通股股票的不可流动性股票的上涨或下跌对非流通股股东无利害关系而再融资的价格和净资产的增值则决定了非流通股的价值因此非流通股股东对上市公司的股票价格经营业绩鲜为关心却将注意力放在高价溢价发股增股和配股上以实现净资产的增值上另外由于非流通股中的国有股份占很高比例行政权力和行政机制能通过各中途径干预上市公司控股股东更重视政府决策而非上市公司治理效果流通股股东则不然其股票价格直接取决于公司经营业绩关注点不同导致控股的非流通股股东在公司决策时较少考虑甚至完全忽视流通股股东的利益损害中小股民的利益这在很大程度上减少了公司治理基础二是公司治理结构不力内部控制组织形同虚设我国上市公司股权结构呈现明显的“一股独大”现象股权分置下掌握控制权又缺乏控制约束的少数大股东完全依照自己意愿修改公司章程确定分红方案甚至董事监事也能由其内定独立董事和监事会在这种体制下不能发挥应有的作用也不可能实现所谓的“同股同权”中小股东更是无法参与公司的经营管理于是违规关联交易公布虚假财务信息操纵利润分配“掏空”上市公司等层出不穷三是上市公司经理人选择形成机制有误管理层

激励不力由于非流通股的不可流动性在任的董事和经理人也就缺乏使股东资产增值的外在压力目前在国有股控股的上市公司中公司主要领导要么是原有国企领导要么是由行政管理部门任命在本质上更多的是官员而不是企业家其主要精力放在明哲保身而企业经营业绩给投资者良好的回报关注不够所谓管理层激励不到位也是由于非流通股的不可流动管理层股份不能在二级市场上兑现以获收益使上市公司对管理层的长期激励不存在管理层会往往出于自身利益的考虑而只重视短期利益从而对上市公司长期治理产生不利影响

二、股权分置改革对公司治理的影响及股改中的问题——宝钢股改案例分析

宝钢股份是我国钢铁龙头企业也是我国 A 股市场的蓝筹股国际综合竞争力全球第三 2005 年作为首家进行股权分置改革的中央大型国企——宝钢集团高票审议通过公司股权分置改革方案流通股股东每持有 10 股流通股股票将获得作为上市公司唯一非流通股股东——上海宝钢集团公司支付的 2.2 股股份和 1 份行权价为 4.5 元、初始行权比例为 1、存续期为 378 天的欧式认购权证集团承诺在宝钢股份股东大会

通过股权分置改革方案后的两个月内如宝钢股份的股票价格低于每股 4.53 元集团将投入累计不超过 20 亿元资金通过上证所集中竞价的交易方式来增持宝钢股份社会公众股在增持计划完成后的 6 个月内不出售增持的股份；持有的宝钢股份股票在获得上市流通权之日起 24 个月内不上市交易 24 个月届满后的 12 个月内宝钢集团通过证券交易所挂牌交易出售宝钢股份股票的数量不超过宝钢股份总股本的 5%且出售价格不低于每股 5.63 元；自宝钢集团持有的宝钢股份股票获得上市流通权之日起 3 年内宝钢集团持有的宝钢股份股票占宝钢股份现有总股本的比例将不低于 67%2005 年 8 月 18 日集团公司向流通股股东支付的对价(包括股份和认购权证)全部支付同日公司股票复牌；公司股票简称由“宝钢股份”变更为“C 宝钢”上海宝钢集团公司支付的认购权证的证券简称为“宝钢 JTB1”作为对价支付的股份和权证陆续上市流通自宝钢股权分置改革方案实施当日天起其股势一直走低

2005 年 8 月 18 日股改当日收盘价 4.58 元相对于股改停牌前最后交易日的收盘价格 5.14 元下跌 10.89%；同年 11 月 14 日收盘价跌至最低谷 3.76 元相对于停牌前最后交易日收盘价格跌幅达 26.85%跌破了净资产值的大限；这种低谷时期一直维持了一年多直至 2006 年 11 月 2 日收盘价涨至 5.18 元与停牌前最后交易日收盘价格基本持平；此后股票如弦上

之箭蓄时即发从 11 月 2 日到 12 月 7 日(收盘价为 7.05 元)短短一月内涨幅达 36.10%

以上的数据分析可以看出宝钢在股权分置改革之后其股价经历了“大起大落”并伴随长时间的低谷宝钢在股改后股价一路下滑有人便开始疑惑股权分置改革对上市公司治理究竟是成功与否这与宝钢本身的实力及我国成长性的钢铁市场有关可是股权分置改革更是功不可没对加强上市公司治理具有革命性的作用体现在革除了股权分置人为划分流通股及非流通股的局面使我国证券市场步入全流通时代这为资本市场及上市公司治理等领域的改革创造了良好的基础有利于逐步消除股权分置对上市公司治理的不利影响首先上市公司股东共同利益趋同奠定了公司治理基础股权分置改革后控股股东所持股票可以在 A 股市场流通其利益关注点由再融资的价格和净资产的增值转为股权价值的最大化逐步扩大控股股东与流通股股东的共同利益基础这能在极大程度上限制大股东凭借自身优势侵占中小股东利益加强对上市公司生产经营治理增强双方的互信更利于上市公司的长远发展其次有利于优化股权制度和上市公司治理结构全流通后流通股平均持股比例会上升 10%~15%优化了股权制度有助于增强中小股东和机构投资者的话语权大中小股东都能参与到企业的经营管理中“同股同权”就不难实现有利于控制道德风险和信息披露

露透明度从而实现各股东间的利益均衡的目标在此基础上重新确立各委托人之间、以及委托人与代理人之间即股东大会、董事会监事会及管理层之间的关系及组织框架使其目标一致性增强减少代理成本优化上市公司治理结构再次有利于上市公司选择优秀经理人并建立有效的管理层激励机制配合股权激励措施的股权分置改革将是一场彻底的、立体化的公司治理革命在共同利益趋同基础上建立起相配套的经理人选择体制和管理层激励机制使得上市公司管理层有了股票价格这一市场化的考核指标上市公司业绩与公司股票价格直接挂钩更具有可操作性鞭策管理层在兼顾社会责任的前提下追求企业价值的最大化能提高上市公司的治理效率促进自身经营业绩的提高最后有利于增强资本市场对上市公司的约束利于证券市场的深度发展上市公司将面临优胜劣汰的市场选择股改之后流通股明显增多股票价格能在很大程度上公允的反映上市公司市场价值是公司治理情况的“晴雨表”当上市公司经营业绩不佳时股价便会下跌就有可能被并购或退市公司的高管受到资本市场的监督和制衡会有强烈的危机意识致力于提高公司的业绩水平另外股改后上市公司之间的竞争更加激烈资本流动性更强资本市场优化配置的功能得到凸现这些都能促使上市公司不断提高公司治理效率股权分置改革解决了很多亟待解决的难题然而不可否认的是股改中存在不可忽视的问题如宝钢股改后其股价的持续低谷需要从中总结经验教训一

是鼓励脱手套利宝钢流通股股东每持有 10 股流通股股票将获得 2.2 股股份和欧式认购权证是为补偿流通股股东使其在股改中真正获得实惠同时促进股价的上升但实践证明这些并未奏效宝钢连续一年多股价走低给投资者带了一定的损失这是因为送股在短期内增加了流通股流量降低了流通股股东的平均持股成本激励其脱手套利出现了“股价下跌—资金出逃—股价下跌”的恶性循环送股要量力而为并不是越多越好另外也可通过强有力的政策手段和政府信用培养“股价上涨—资金进入—股价上涨”的良性循环二是要谨慎运用新的金融衍生工具我国证券市场还不成熟宝钢推出的欧式认购权证几乎失败认购权证是持有人有权利(而非义务)在某段期间内以预先约定的价格向发行人购买特定数量的标的证券权证发行人必须以事先约定的价格卖出股票权证持有人可买入股票的数量由持有认购权证的数量决定如宝钢权证就只能买入宝钢股份而欧式认购权证还加了一个限定条件即持有人只可以在到期当日行使其购买权利认购权证本身就具有缺陷从“正股+权证”组合的敏感度来看认购权证会加剧组合的系统风险如果股价贴权则在短期内不能给流通股股东多少补偿其次目前股改方案中所包含的权证均以股票结算方式来交割这会对权证的到期价值产生重大影响在快到期内若为价内权证持有者只需准备现金以便向大股东按行权价买进股票

而不会对流通 A 股的股价产生影响在行权后市场上可流通的股票突然增加投资者若想尽快获利会使正股遭遇短期抛压股价下跌从而使投资者遭受损失在资本市场不发达的情况下投资者对认购权证投机心理强烈从宝钢看在短暂的疯狂炒作之后就走上价值回归之路沦为投机者炒作的工具鉴于此目前一些还未股改的业绩优良上市公司就要谨慎运用三是股改成本过高上市公司完成股权分置改革的费用少则数百万多则近千万宝钢在此次股权分置改革中用至少 40 个亿来缓冲股价颓势可几乎是有去无返而广大流通股股东在宝钢股票价格连续一年的低谷时间里其手中股票数量虽然增加可总体价值明显低于股改前水平蒙受的经济损失也要计入到股改成本中去此外还有很多隐性成本如证监会等政府部门相应的改革费用以及一些上市公司的股改效率低下所带来的高成本等

三、股权分置改革完善的对策和建议

“股权分置”、“非整体上市”和“企业单一所有者”作为我国资本市场的三大制度性制约影响了上市公司治理的完善和进步股权分置改革后解决的只是其中一大突出问题上市公司治理和我国资本市场的发展并不会因此而一劳永

逸除存在“内部人控制”、代理问题、大小股东利益之争等问题还有制度创新、不良上市公司股改难、大非小非减持、控股股东坐庄套利等新难点需要攻坚因此要完善股权分置改革首先继续推进公司内部治理制度的建立和完善强调独立董事和监事会的积极作用吸纳中小股东和重大债权人进入董事会提高独立董事的比重和独立性强化独立董事的作用尽管目前独立董事的实际表现不理想但仍不能忽视其在公司治理中的重要地位要积极建立和发展素质优良职业化的独立董事后选队伍和按市场机制运行的独立董事人才市场成立独立董事聘任机构而不是由实际控制人任意指派、空降保证其真正由股东大会选出并对股东大会负责保持其形式和实质上的独立性同时还要提高监事会成员的素质积极发展高素质高水平的经理人市场以满足公司对经理人才的需求并建立有效的经理人声誉机制全面公开其业绩和信用记录加强社会公众监督减少其短期行为进一步完善信息披露制度强化上市公司管理层信息披露的责任同时充分发挥外部审计对财务信息的监督作用减少投资者和经理人之间的信息不对称其次构建长期股权激励机制代理问题是公司治理中不可忽视的根据委托代理理论只有建立有效的长期激励机制才能有效解决代理问题目前资本市场上推崇两种激励方法限制性股票和股票期权限制性股票是真实股票的授予但其限制性条件只是一个继续就业的条件并不能与业绩联合起来即使在股东利益受损的情况下经

理人也能获得实际收益而股票期权注重于未来将经理人利益、公司业绩和股价紧密结合并且期限足够长有利于公司的长远发展要大力推广之在这种激励制度下经理人为追求自身利益最大化就会为实现企业价值最大化的目标而勤勉工作第三高度关注中小流通股投资者的利益针对现在 A 股市场的骤升骤降起伏跌宕建立一种稳定基金当市场大幅的上涨时可以及时地增加上市公司的数量或者通过增加股票的供给以促进市场的供求平衡同时制定实施保护中小股民弱势群体的法律制度尽快建立股东集团诉讼制度和股东代表诉讼制度等切实保护中小股民利益不受侵犯或在受侵害后能得到合理赔偿并进一步强化中小股东的权利使其尽可能参与到公司的经营管理决策中来而不只是“用脚投票”第四进行制度创新逐步解决“非整体上市”和“单一企业所有者”这两大制度问题解决股权分置暴露出控股股东的集团和上市公司整体利益差距将非整体上市问题突出出来而解决了非整体上市的问题又会把单一所有者的问题突出出来所以“股权分置改革”、“非整体上市”和“单一企业所有者”是有秩序的逻辑推进下一阶段的目标就是要完成整体上市制度改革整体上市可以基本杜绝控股公司与上市公司之间的关联交易断绝利益输送增强会计信息透明度可以使控股股东与上市公司利益一致从而驱使大股东致力于公司治理从源头上遏制因大股东需要而产生的上市公司融资冲动另外还要建立做空“套利”机制加大金

融创新完善期权、期货和认股权证等金融产品第五对于还未改或股改困难的上市公司要协调好上市公司所在当地政府、上市公司非流通股和流通股等多个利益主体的利益积极主动推进股改的问题对 S 股要综合考虑进行并购重组以培养产品开发优势改善管理机制培育创新体制实现企业合理扩张增强市场竞争能力提升公司的内在价值可采取注入优质资产、剥离劣质资产的形式或者采取引进国内外战略投资者以及让绩优非上市公司借壳上市的形式对严重亏损的 ST 公司可直接摘牌最后要加强政府监控完善法律法规加大处罚力度我国是一个新兴市场经济国家又处于经济高速发展的关键时期政府的政策制定水平、管制过程的效率、管制机构的廉洁性对于上市公司治理的完善至关重要因此政府部门要进一步加强事前问责事后追究的管制工作应该尽快出台国有股东转让所有上市公司股份管理的暂行办法同时对于破坏资本市场健康发展阻碍公司治理进步的一切违法违规行为进行坚决打击对相关责任人严厉处罚不姑息