

Yuelu Management Review



Corporate Governance Based
Study of Listed Company's Merger and
Acquisition Behavior

基于公司治理水平的上市公司 并购重组行为研究

雷辉 著

湖南大学出版社

新世纪优秀人才支持计划资助 (NCET-11-0125)

国家自然科学基金重点项目 (71031004)

湖南省社会科学基金重点项目 (11ZDB054)

湖南大学出版社图书出版基金资助项目

基于公司治理水平的上市公司 并购重组行为研究

Corporate Governance Based
Study of Listed Company's Merger and
Acquisition Behavior

雷 辉 著

参与本著作研究人员

胡发基 李劲松 郝艳艳

肖 玲 张一雄 赵海龙

吴 婵 邵华伟 黎 爱



Yuelu Management Review

湖南大学出版社



内 容 简 介

本书以全流通格局下基于治理水平的上市公司并购重组行为研究为题,在借鉴已有研究成果的基础上,从四个方面进行系统阐述。分别是:全流通格局下上市公司治理评价研究;全流通格局下上市公司治理评价对并购重组行为的影响研究;全流通格局下并购重组融资偏好研究,以及公司并购对劳动力的需求的影响效应。

图书在版编目(CIP)数据

基于公司治理水平的上市公司并购重组行为研究/雷辉著.

—长沙:湖南大学出版社,2011.12

ISBN 978-7-5667-0126-8

I. ①基… II. ①雷… III. ①上市公司—企业兼并—研究—中国

②上市公司—企业重组—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 268513 号

基于公司治理水平的上市公司并购重组行为研究

Jiyu Gongsì Zhili Shuiping de Shangshi Gongsì Binggou Chongzu Xingwei Yanjiu

作 者:雷 辉 著

责任编辑:陈建华

出版发行:湖南大学出版社

责任印制:陈 燕

社 址:湖南·长沙·岳麓山

邮 编:410082

电 话:0731-88822559(发行部),88821327(编辑部),88821006(出版部)

传 真:0731-88649312(发行部),88822264(总编室)

电子邮箱:presschenjh@hnu.edu.cn

网 址: <http://www.hnupress.com>

印 装:长沙瑞和印务有限公司

开本:710×1000 16开

印张:16.5

字数:305千

版次:2012年6月第1版

印次:2012年6月第1次印刷

书号:ISBN 978-7-5667-0126-8/F·289

定价:33.00元

版权所有,盗版必究

湖南大学版图书凡有印装差错,请与发行部联系

目 次

第 1 章 导 论

- 1.1 选题背景与研究意义 1
- 1.2 中国股权分置改革及全流通时代的到来 4

第 2 章 上市公司治理绩效评价模型研究

- 2.1 引 言 13
- 2.2 文献回顾及理论基础 14
- 2.3 治理绩效的含义界定 17
- 2.4 常用的治理绩效评价方法 18
- 2.5 治理绩效评价模型 20
- 2.6 研究结论 29

第 3 章 全流通格局下上市公司并购融资偏好研究

- 3.1 引 言 30
- 3.2 文献回顾及理论基础 30
- 3.3 资本结构的基本理论 34
- 3.4 并购融资方式的分类及特征 39
- 3.5 数据来源与样本选取 44
- 3.6 融资偏好研究方法优化 44
- 3.7 实证研究 46
- 3.8 研究结论 50

第 4 章 上市公司并购融资偏好的影响因素实证研究

- 4.1 引 言 51
- 4.2 融资结构影响因素的一般性分析 51

4.3	研究框架·····	54
4.4	融资偏好影响因素变量设计与并购样本选取·····	54
4.5	融资偏好影响因素实证研究·····	59
4.6	研究结论·····	68
第5章 基于 VaR 的上市公司并购绩效实证研究		
5.1	引 言·····	69
5.2	研究内容与结构安排·····	70
5.3	公司并购的理论评析·····	71
5.4	基于 VaR 的上市公司并购绩效评价模型构建 ·····	84
5.5	上市公司并购绩效实证研究·····	92
5.6	不同并购类型的上市公司并购绩效实证研究 ·····	104
5.7	研究结论 ·····	116
第6章 上市公司并购融资偏好对治理绩效的影响研究		
6.1	引 言 ·····	119
6.2	研究的理论基础 ·····	119
6.3	BP 神经网络模型·····	120
6.4	BP 神经网络系统分析需要注意的问题·····	121
6.5	实证研究 ·····	122
6.6	研究结论 ·····	127
第7章 基于融资偏好下上市公司并购的绩效分析		
7.1	引 言 ·····	128
7.2	并购绩效研究方法 ·····	128
7.3	样本数据来源及样本选取 ·····	130
7.4	样本数据的并购融资偏好描述性统计分析 ·····	132
7.5	事件窗口的选择 ·····	137
7.6	不同偏好特征的并购绩效实证研究结果 ·····	137
7.7	并购融资偏好与绩效的差异分析 ·····	147
7.8	研究结论 ·····	150
第8章 目标公司治理与其并购重组行为影响关系研究		
8.1	引 言 ·····	151

目 次

8.2	相关文献综述	152
8.3	研究内容与技术路线	157
8.4	理论基础与现状分析	158
8.5	公司治理与并购重组的相互影响关系研究	169
8.6	并购重组对公司治理影响的实证分析	176
8.7	公司治理对并购重组影响的实证分析	187
8.8	研究结论	198
 第9章 上市公司并购行为对公司劳动力需求影响效应研究		
9.1	引 言	201
9.2	研究思路	202
9.3	相关理论评析及综述	202
9.4	公司并购行为对公司劳动力需求影响效应的机理分析	206
9.5	上市公司并购行为对公司劳动力需求影响效应实证研究	211
9.6	不同产业的上市公司并购行为对劳动力需求效应实证研究	229
9.7	研究结论	232
 结 论 235		
参考文献 239		

第 1 章 导 论

1.1 选题背景与研究意义

1.1.1 选题背景

自 20 世纪 90 年代以来,全球企业并购的速度加快,西方国家掀起了五次并购浪潮,大企业通过并购,其规模迅速扩大,实力不断增强。全球金融数据供应商 Dealogic 2006 年 2 月公布,2005 年全球并购总额达到 2.9 万亿美元,较 2004 年增长 40%。截至 2006 年 11 月 20 日,全球已宣布的企业并购交易总金额已达 3.46 万亿美元,刷新了 2000 年创造的 3.33 万亿美元的历史最高记录。2007 年是全球企业并购创下纪录的一年,1 至 7 月份的交易量就已超过 2006 年创下的全年纪录,前 11 个月达到了 4.4 万亿美元。2008 年,随着信贷紧缩及市场动荡限制相关交易活动,全球并购交易总量有所下跌。但由汤姆森金融公司发布的 2008 年第一季度并购统计结果显示,亚洲(除日本外)公布的第一季度并购业务总额达到 1 206 亿美元,同比增幅为 12.2%。

在国内,随着市场体制改革的进一步深入和现代企业制度步伐的加快,企业并购逐渐展开。据相关学者的统计显示,1993—2002 年中国 A 股上市公司的并购样本达 1 216 个^[1],其中 1998—2002 年的兼并收购事件达 1 022 起,2002 年 313 家上市公司进行了 579 起兼并收购^[2]。可以看出,中国的并购市场正处于蓬勃发展之中。2005 年中国的并购交易总额达 464 亿美元,较 2004 年的 346 亿美元上升 34%。根据全球金融数据供应商 Dealogic 的统计,2006 年中国并购交易总额首次突破了一千亿美元大关,达到 1 038 亿美元。普华永道会计事务所发布的《企业并购岁末回顾与前瞻》报告中显示,2007 年中国并购市场呈强劲增长态势,至 11 月,仅内资交易并购活动总体并购数量就增长了 18%,达到 1 700 余宗;交易金额增长 25%,总值超过 800 亿美元。2008 年因美国次贷危机大肆蔓延,中国市场共发生 66 起跨国并购,涉及金融 129.6 亿美元,同比下降了

30.6%。随着金融危机的逐渐缓解及适应中国经济转型的要求,2009年,国资委明确表态推动企业重组,国内公司的海外并购也时常见诸报端,主要集中在资源类领域,并购重组行为重新焕发生机。

并购的重要前提之一是股权充分的流动性,但是在中国资本市场上,由于股权分置,即在中国股市上市的公司中,股票分为流通股和非流通股两个部分,股权没有充分的流动性,一定程度上阻碍了中国并购市场的发展。2005年股权分置问题的破题,成为中国证券史上的一个重要转折点,同时为并购创造了重要的条件。中国资本市场第一次适时地融入了正在兴起的全球并购浪潮中。股权分置改革的顺利实施,实现了全流通的格局状态,使得通过二级市场进行并购重组的成本和障碍大幅降低,实施并购重组的数量极大地增加,而上市公司的并购价值也将真正体现在二级市场的价格领域。全流通后股市的流动性增强,随着股权锁定期的逐步结束,原有的国家股、法人股均获得在二级市场中的流动性,一并接受和遵循二级市场的定价原理,这为并购的展开提供了必要条件。与此同时,股改后,上市公司大股东持股比例普遍下降,对优质公司控制权的守护和争夺行为将会更加活跃。

1.1.2 研究意义

2005年股权分置改革后,国内上市公司股权结构得到有效的解决。如何在这样的治理环境下对中国上市公司的治理水平作出评价,是国内众多学者研究的重点,但对于这样的治理环境下发生的一系列并购重组行为,从公司治理评价的角度进行研究,国内文献还未曾涉及。而融资作为并购的关键环节,其方式选择不当,可能使上市公司背上沉重的财务负担,甚至会影响其正常的生产经营活动。因此,在日益成熟的资本市场条件下对上市公司治理与并购重组行为进行研究,填补了全流通格局下上市公司治理评价与并购重组行为研究的空白,为国内上市公司治理评价以及并购重组行为方面开展了有益的理论探索,有着深刻的理论意义和显著的现实意义。

1.1.3 研究内容及思路

1.1.3.1 研究内容

本研究以全流通格局下基于公司治理水平的上市公司并购重组行为为题,首先是对全流通格局下上市公司治理水平进行评价,然后利用上市公司治理评价的结果对并购重组行为特别是融资偏好产生的影响进行研究。

1.1.3.2 研究思路及方法

本书从四个方面来进行研究。分别为:全流通格局下上市公司治理评价研究;全流通格局下上市公司治理评价对并购重组行为的影响研究;全流通格局下并购重组融资偏好研究,以及根据当前国内并购重组的实际情况结合国际当前研究趋势下进行的全流通格局下并购重组的相关研究。具体研究如下:

1. 全流通格局下上市公司治理评价研究

在国内外公司治理评价研究基础上,针对全流通格局下我国上市公司面对的治理环境,构建上市公司治理绩效评价模型,并对不同规模、不同盈利水平和负债下的上市公司进行对比研究。

2. 全流通格局下上市公司治理评价对并购重组行为的影响研究

(1)从股改后我国上市公司并购重组活动的分析入手,研究并购重组活动的开展与目标公司治理状况的关系。选取总体上市公司为研究样本,以一段时间内并购重组活动是否开展为因变量,以上市公司治理指数以及所选取的控制变量为自变量,进行回归分析,以验证公司治理状况越差,被并购重组的可能性越大的假设。

(2)从股改后我国上市公司并购重组绩效分析入手,采用市场模型计算的超额收益衡量并购重组绩效,研究公司治理状况对并购重组绩效的影响。采用不同种治理状况的并购重组样本公司进行配对分类,分别研究不同类别情况下的并购重组活动对主并公司、目标公司以及整体绩效的影响。

3. 全流通格局下上市公司并购重组融资偏好研究

(1)根据我国上市公司并购重组融资结构的特征,在描述性统计分析的基础上,得出股改后我国并购重组融资偏好的总体特征。

(2)从股改后并购重组融资偏好的总体特征入手,以公司绩效作为衡量指标,对并购重组的融资方式进行对比分析,得出公司治理水平、绩效、融资偏好三者的互动机理。

(3)针对我国股改后并购重组融资偏好的总体特征和治理水平,采用结构方程模型进行影响因素的分析,得出影响融资偏好形成的因素,以指导日后的融资行为。

4. 上市公司并购重组的其他相关研究

为了从理论上丰富并购的研究内容,拓展其研究范围,课题积极地探索研究并购对公司劳动力需求的影响关系。

1.1.3.3 研究思路图

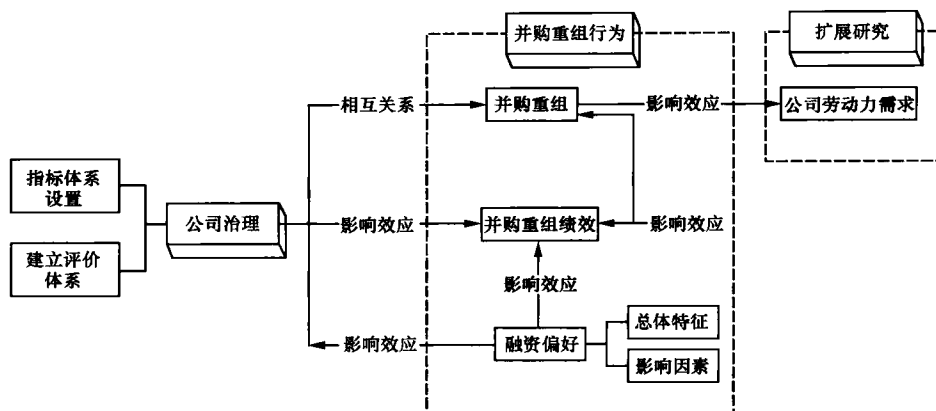


图 1.1 研究思路图

1.2 中国股权分置改革及全流通时代的到来

1.2.1 股权分置的产生

股权分置或称股权分裂。尚福林(2005)指出：“股权分置是指上市公司一部分股份上市流通，一部分股份暂不上市流通，这一情况也为我国股市所独有。”吴晓求(2004)指出：“股权分裂不单单指上市公司的股票被分割成国家股、法人股、个人股、外资股等，其最核心的特征是在按持股主体性质分类的基础上将这些股划分为流通股和非流通股。”^[3]何如认为，股权分置是“我国股票市场上特有的流通股和非流通股股份分而置之现象”^[4]。不论何种解释，股权分置的核心是，在一个资本市场中，由于股权划分的多重标准导致股东的权利与义务不一致。

股权分置是由诸多历史原因形成的。1990年深沪证券交易所设立时，管理层当时对上市公司股票是否全部流通并没有作出硬性规定，上交所上市的“老八股”中就有股份全流通的公司。其后为适应计划经济体制的要求，基于不让国有资产流失的考虑，管理层对我国上市公司股份作了国有股、法人股、职工内部股、公众股的形式划分，并作出国有股、法人股不能上市流通和公众股上市流通的差异性制度安排。深沪证券交易所上市流通的是公众股，国有股、法人股作为非流

流通股则只能在场外市场协议转让,不能进入沪深证券交易所上市流通和交易。

改革开放后我国有关股票发行和上市的规定,最早出现在1987年3月28日国务院发布的《关于加强股票债券管理的通知》中。该通知规定:“当前发行股票,主要限于在少数经过批准的集体所有制企业试行”,“为推动横向经济联合,以互相投资、合股、参股方式新建的企业,合作各方可以试行采用股票形式,但不得向社会发行股票,未经中国人民银行批准,其股票不得上市”。

深圳是我国最早进行股份制试点的地区之一。1990年深圳市发布了《股票发行与交易管理暂行办法》,该办法规定:“股票发行可分为公募发行和私募发行,私募发行的股票只能在法人之间进行转让,不得上市交易。”1990年12月,沪深证券交易所先后开业,可上市交易的股票主要限于公开发行的股票,私募发行的股票或发起人股未能允许上市交易。

1991年,为支持股份制试点,有关部门开始允许部分试点的股份制企业经批准在沪深证券交易所公开发行人股融资。为了既解决试点股份制公司的资金困难,又不改变试点股份制企业的国有控股地位,有关部门作出了“股权分置”的制度安排:试点股份制公司经过批准面向社会公开发行的新增股票(称为社会公众股)可以通过证券交易所上市流通,而企业改为股份制时存量部分的股份(根据持有人类型,分为国有股、法人股和内部职工股等)暂时不能上市流通。此后,这种股权分置制度就一直沿袭了下来。

1.2.2 股权分置的弊端

股权分置作为历史遗留的制度性缺陷,在诸多方面制约着中国资本市场的规范发展和国有资产管理体制改革根本性变革。而且,这一问题随着新股发行上市不断积累,对资本市场改革开放和稳定发展的不利影响也日益突出。这主要表现在以下几个方面:

1. 扭曲证券市场定价机制

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2/3股份暂不上市流通,客观上导致单一上市公司流通股本规模相对较小,股市投机性强,股份波动较大和定价机制扭曲。

2. 导致公司治理缺乏共同利益基础

非流通股股东与流通股股东、大股东与小股东的利益冲突相互交织。非流通股股东的利益关注点在于资产净值的增减,流通股股东的利益关注点在于二级市场的股份波动,客观上形成了非流通股股东和流通股股东的“利益分置”和“矛盾冲突”。

3. 不利于深化国有资产管理体制改革

国有股权不能实现市场化的动态估值,不能形成对企业强化内部管理和增强资产增殖能力的激励机制,从而使得国有资产管理体制改革难以推行。

4. 不利于上市公司的购并重组

以国有股份为主的非流通股转让市场是一个参与者有限的协议定价市场,交易机制不透明,价格发现不充分,严重影响了国有资产的顺畅流转和估值水平。

5. 制约着资本市场国际化进程和产品创新

西方世界资本市场发展至今,日臻完善。但是最根本的基础在于股份全流通,这一基础恰恰是我国资本市场所缺乏的。而一种体制与另一种体制的接轨,二者必须具备相同之处,尤其是两种体制的基础至关重要。因此,这一基础也成为我国资本市场接轨的瓶颈,二者接轨上的偏差毫无疑问也会制约资本市场的产品创新。

6. 不利于形成稳定的市场预期

鉴于我国资本市场股权分置这一根本性制度缺陷,造成我国股票市场行为随机性较强。西方经典的资本市场预期理论难以在中国应用,导致股市投资者更加注重“投机”而非“投资”,从而不利于形成稳定的市场预期。

总之,解决股权分置问题在一定程度上是恢复资本市场的固有功能,即价格发现功能和对上市公司行为的市场约束功能。同时,解决股权分置问题也有利于国有资产的保值以及国有资产管理体制改革的深化,有利于稳定市场预期,有利于资本市场创新和国际化进程。因此,2004年初发布的《国务院关于推进资本市场改革和稳定发展的若干意见》明确提出“积极稳妥解决股权分置问题”。

1.2.3 股权分置改革的发展阶段^[5]

股权分置改革是当前我国资本市场一项重要的制度改革,就是政府将以前不可以上市流通的国有股(还包括其他各种形式不能流通的股票)推上市场上流通。股权分置改革的发展主要分为以下四个阶段:

1. 股票市场诞生初期对国有股流通的探索

20世纪90年代,随着中国股票市场的诞生,有人就对国有股的流通问题提出了改革的建议。1991年,时任国家经济体制改革委员会副主任的刘鸿儒在《积极试行股份制,发展股票市场》一文中指出:“坚持社会主义公有制为主的实现形式,可以分为静态坚持和动态坚持两种。静态坚持,就是要保持公有制经济成分的绝对额比例在股份经济中占主导地位。动态坚持,就是在保持公有股份

总体上占主导地位的前提下,拿出一部分国有资产进入股票市场,通过学习股票上市交易额实现公有股份资产增值,增大国有资产存量……当股市昂扬时,可有计划的通过抛售一部分国有股,从股市中收回比原始投资增加数倍的投资收益,用于开辟新兴产业或基础产业,既增加国有资产总量,又实现经济结构调整。”在当时,有很多政府官员和理论界人士对此持有相同的看法,并且对国有股流通的意义给予了较高的评价。不过当时关于国有股的流通还是坚持国有股占主导地位的前提下讨论的,只是提出来了一部分国有股可以上市流通的建议,这也直接导致了1992年上海证券交易所尝试非流通股上市时选择了法人股作为上市流通的试点。

随后,中国证券市场开始试探性地对国有股作出流通的安排。1992年2月,上海证券交易所作出了法人股可以上市交易并向个人股流通的决定。由于这一决定是在当时股票市场需求旺盛、市场行情看涨的条件下作出的,所以,沉寂已久的法人股市场一下子热闹起来。1992年5月,正当上海市全面放开股票控制、行情如火山爆发之际,上海市一位领导在接受香港记者的采访时明确宣布,法人股可以向社会个人股单向流通。不过当时考虑法人股的流通还有一个最朴素的动机:增加股票市场的供应量,满足社会对股票的巨大需求。法人股流通的决定一下子增加了市场对法人股的需求,使得法人股发行中出现了很多变异的现象。针对这种情况,上海证监会于1992年8月规定法人股暂不上市,9月正式规定法人股上市问题在同一股票内部职工股上市后再做定论。上海证券交易所关于法人股的流通尝试就此夭折。

在此通过交易所市场进行场内法人股流通的尝试失败的同时,另一项关于法人股流通的努力却在逐渐地推行。1992年2月19日,国务院批准了国家体改委《1992年经济体制改革要点》,明确提出:“选择若干有条件的股份制企业和进行股份制试点的企业承包集团,通过指定的证券市场试行法人股的内部流通。”这是国家首次对法人股流通问题作出的明确指示。根据这一部署,国家体改委于1992年7月批准全国证券交易自动报价系统(STAQ)为指定的法人股流通市场。1993年4月28日,全国证券交易系统(NET系统)也开始运行,首批挂牌了中兴实业、三亚东方、建北集团的法人股也进行流通。法人股的上市流通迅速激活了市场,两个系统的交易也日益火爆。1993年5月7日,STAQ系统成交金额达创纪录的2.7亿元。5月10日,STAQ股指已飙升到241点,同时NET系统的指数也不断上升,5月11日达到历史最高点225点。可惜好景不长,1993年5月25日,国务院证券委决定对两个法人股交易系统进行整顿,暂不批准新的法人股上市交易。1993年12月14日,国务院证券委发布《国务院证券委员会关于法人股流通试点有关问题的通知》指出:“今年以来部分地区

未经国家医药管理局有关部门批准擅自进行法人股流通转让,这种做法不利于股票市场的规范化发展。为了保证法人股流通转让试点顺利进行,现规定,在国家有关法人股流通转让试点办法颁布之前,暂不扩大法人股流通转让试点;在国务院正式批准法人股流通办法前,各地不得擅自进行法人股流通转让。”可惜的是,当时两个系统并没意识到政策的严肃性,中国证券交易系统有限公司于1993年12月15日擅自将6只法人股在系统挂牌。当天下午,STAQ系统也发公告请11家公司做好法人股上市准备。这一举动,立即引起了国务院证券委员会和中国证监会的强烈反应,要求两系统在当天立即停止交易。随后,中国证监会于12月17日发布了《关于法人股流通转让试点问题的通知》,决定停止6只新上市法人股在系统的流通,并再次重申在国家有关法人股流通转让管理办法颁布之前,各地一律不得擅自进行法人股流通转让。自此以后,两个系统逐渐衰落。我国首次关于法人股流通的试点改革以失败而告终。

2. 国有股减持试点探索

1999年党的十五届四中全会通过了《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》,提出了“坚持有进有退,有所为有所不为”的国有企业改革原则,为国有资本在部分领域的退出打开了政策通道。决定还提出在“不影响国家控股的前提下,适当减持部分国有股”。这一决定的作出使国有股流通理论上的阻力大大减少,也直接导致了国有股流通时间上的推进。

1999年10月27日,中国证监会通过新闻媒体向市场宣布:减持国有股将通过国有股配售方式实现,今年内只选择两家企业进行试点,两家配售金额合计5亿元左右。具体试点方案是:试点上市公司将一定比例的国有股优先配售给公司原有流通股股东,如有余额再配售给证券投资基金,配售价格将在净资产值之上、市盈率10倍以下的范围内确定;向原有流通股股东配售的国有股可立即上市流通,向基金配售的国有股须在两年内逐步上市。1999年11月29日,中国证监会公布了10家试点上市公司名单,以“10倍市盈率以下的配售价格,年内2家试点,2家配售总额约5亿元”为界定,国有股减持方案受到了市场的好评。1999年12月2日,国有股配售试点启动。中国证监会确定冀东水泥、华一投资、惠天热电、陆家嘴、中国嘉陵、天津港、富龙热力、成商集团、黔轮胎、太极集团等10家单位为国有股配售预选单位。中国嘉陵和黔轮胎于1999年进行试点,其余8家将优先作为次年国有股配售的预售单位。1999年12月4日,财政部有关负责人指出:“国有股减持的第一步使上市公司国有股比重下降为51%,第二步则根据情况减持。”1999年12月14日,中国嘉陵和黔轮胎两公司董事会分别发布公告,披露了各自国有股配售的具体实施方案,但由于两家公司在配售价上采取了一种明显偏向于国有股股东利益的方法,直接导致流通股股东和证

券投资基金的认购不足,虽然最后有承销商包销了剩余股份,但是从以后政策的演变来看,这实际上宣告了国有配售的试点失败。

3. 国有股存量减持补充社保基金

在1999年国有股配售失败以后,社会上国有股流通的讨论不但没有终止,反而越来越深入,越来越广泛,而且随着人们对股票市场认识的不断提高,人们不仅从国有企业改革和发展的角度来论述国有股流通,还从股票市场发展的角度提出国有股流通的理由。因此国有股流通的理由不断充分,大家对国有股流通的意义也更为清晰。随着社会对国有股流通更广泛的认同,管理层也在酝酿新的国有股减持方案。2001年6月12日,国务院正式发布了《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》),标志着新一轮的国有股减持工作正式启动。

2001年11月,中国证监会开始向社会公开征集国有股减持的具体操作方案,这次减持方案的公开征集,既显示了我国政府对股权分置改革的态度和决心,同时也表明了减持政策的透明化和市场取向。2002年1月,国务院发展研究中心分两次主持召开“公开征集国有股减持方案专家评论会”,在众多专家广泛争论的基础上达成四点共识:一是国有股减持要形成一种多赢的局面;二是国有股减持要体现有利于证券市场长远发展和保持稳定的局面;三是实现新上市公司股份全流通,消除扭曲,不再扩大现有非流通股的存量,不再增加新的“历史问题”;四是要正视当前因国有股、法人股不流通所形成的流通股股价,在考虑减持方案时要保护国有股和投资者双方的利益,对投资者的损失给予合理的补偿。

尽管这次全国上下为国有股减持做了大量工作和努力,但由于涉及面广,利益关系复杂,而且引起了股市长期的动荡和下跌,所以,2002年6月,国务院宣布对国内上市公司停止执行该《暂行办法》,并不再出台具体实施的措施,至此,第三次对于国有股减持工作的努力也告一段落。

4. 股权分置改革试点推行

作为推进资本市场改革开放和稳定发展的一项制度性变革,解决股权分置问题正式被提上日程。2004年1月31日,国务院发布《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(以下简称《若干意见》),明确提出“积极稳妥解决股权分置问题”。依据《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》,中国证监会于2005年4月29日发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,标志着股权分置改革正式启动。三一重工、紫江企业、清华同方和金牛能源四家上市公司成为首批股权分置改革的试点公司。除清华同方外,其他三家上市公司顺利通过股权分置改革,实现全流通。2005年9月4日,中国证监会颁布了《上市公司股权分置改革管理办法》。这一正式法律文件

的出台,意味着股权分置改革从试点阶段开始转入积极稳妥地全面铺开的新阶段。截至 2006 年 12 月 31 日,累计完成或进入股改程序的公司数已达 1 303 家,总市值约为 60 504.47 亿元,约占沪、深 A 股总市值的 98.55%,股权分置改革已取得决定性胜利。

1.2.4 股权分置改革成败的标准

判断股权分置改革成败的标准只有一项,就是:股权分置改革后,上市公司中所有股份的持股成本是否相同。

1992 年 5 月的《股份制企业试点办法》规定,“根据投资主体的不同,股权设置有四种形式:国家股、法人股、个人股、外资股”。而 1994 年 7 月 1 日生效的《公司法》,对股份公司就已不再设置国家股、集体股和个人股,而是按股东权益的不同,设置普通股、优先股等。然而,翻看我国证券市场设立之初的相关规定,既找不到对国有股流通问题明确的禁止性规定,也没有明确的制度性安排。

1.2.5 股权分置改革的意义

1. 资本市场改革的里程碑

解决股权分置问题,是中国证券市场自成立以来影响最为深远的改革举措,其意义甚至不亚于创立中国证券市场。随着试点公司的试点方案陆续推出,随着市场的逐渐认可和接受,表明目前改革的原则、措施和程序是比较稳妥的,改革已经有了一个良好的开端。

有著名的业内人士把股权分置问题形容成悬在中国证券市场上的达摩克利斯之剑,只有落下来才能化剑为犁,现在这把“锋利之剑”已开始融化。

2. 方案有望实现双赢

三一重工、清华同方和紫江企业三家试点方案,虽然在具体设计上各有不同,但毫无例外地采用了非流通股股东向流通股股东支付对价的方式。

三一重工非流通股股东将向流通股股东支付 2 100 万股公司股票和 4 800 万元现金,如果股票部分按照每股 16.95 元的市价(方案公布前最后一个交易日 2005 年 4 月 29 日收盘价)计算,则非流通股股东支付的流通权对价总价达到了 40 395 万元。按照非流通股股东送股之后剩余的 15 900 万股计算,非流通股为获得流通权,每股支付了约 2.54 元的对价。

紫江企业非流通股股东将向流通股股东支付 17 899 万股公司股票,相当于流通股股东每 10 股获送 3 股,以市价每股 2.78 元计,流通股对价价值约为

49 759万元,按照非流通股股东送股后剩余的66 112.02万股计算,相当于非流通股每股支付了0.75元的对价。

清华同方流通股股东每10股获转增10股,非流通股股东以放弃本次转增权利为对价换取流通权。虽然非流通股股东表面上没有付出股票或现金,但由于其在公司占有股权比例的下降,以股权稀释的角度考虑,非流通股股东实际支付了价值5.04亿元净资产的股权给流通股股东。

按照改革方案,三家公司流通股对应的股东权益均有所增厚。不过,其来源却各有不同:三一重工和紫江企业的流通权对价来源于非流通股股东,而清华同方的流通权对价来源于公积金。

另外,三家公司在方案设计中,还各自采用了一些不同的特色安排,成为方案中的亮点所在。三一重工宣布,公司将在本次股权改革方案通过并实施后,再实行2004年度利润分配方案。由于其2004年度还有10转增5派1的优厚分配预案,因此持股比例大幅上升的流通股股东因此也就享有更多的利润分配权。

紫江企业的亮点是:非流通股股东除了送股外,还做出了两项额外承诺:对紫江企业拥有实际控制权的紫江集团承诺,在其持有的非流通股股份获得上市流通权后的12个月期满后的36个月内,通过上证所挂牌交易出售股份数量将不超过紫江企业股份总额的10%,这较证监会《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》中规定的时间有所延长;在非流通股的出售价格方面,紫江集团承诺,在其持有的非流通股股份获得上市流通权后的12个月禁售期满后,在12个月内,通过上证所挂牌交易出售股份的价格将不低于2005年4月29日前30个交易日收盘价平均价格的110%,即3.08元。无疑,这些个性化条款是保荐机构和非流通股股东共同协商的结果,对出售股份股价下限的限制和非流通股分步上市期限的延长在一定程度上减缓了这部分股份流通给市场带来的压力,也反映出大股东对公司长期发展的信心。

有专家认为,总体说来,试点方案尊重了流通股股东的含权预期,可行性强,照这条路走下去,有望实现流通股股东和非流通股股东的双赢局面。

3. 揭开中国证券市场新篇章

随着试点方案的陆续发布,试点工作正有序进行。股权分置问题是中国证券市场最基础、最关键的问题,也是中国证券市场的老大难问题,牵一发而动全身,其改革的复杂性和难度有目共睹。面对困难,管理层敢于碰硬,知难而上,表现出非凡的勇气和智慧。可以预见,解决股权分置——这一具有里程碑式的改革将重写中国的证券市场历史。

股权分置试点方案是我国证券市场制度的一大创举,具有划时代的意义。首先,股权分置问题的解决将促进证券市场制度和上市公司治理结构的改善,有