

中利视野

- 业务探讨
- 案例透视
- 行业研究
- 中利报告

中利景顺投资管理顾问有限公司

二〇〇四年第一期暨创刊号

释 义



“中”字最早见于《论语》，意指不偏不倚，不左不右，持重理性，是以“中国”、“中庸”等；“利”字源于《后汉书》，意指富饶，利益，与“弊”、“害”相对。

在全球经济一体化、金融市场一体化的浪潮中，由于东西方经济文化的差异性，中国经济的改革与发展可谓任重而道远。“中利”以持重理性之本寻求本土化的最优解决之道，分享源于共同发展的利益。这也是我们追求的最高境界。

河流是孕育中华文明的摇篮，“中利”的标志是在蔚蓝色的苍穹下、在广袤富饶的原野上，一条大河奔流不息，意指理学家朱熹的“问渠哪得清如许，为有源头活水来”，同时也代表了我们的理想。在每一片热土，都有我们关注的目光；在每一个运作的项目中，都将倾注我们探索的全部热诚。

目 录

第 一 期

编 辑：吴大成

张宁峰

孙 黎

联系电话：

010-67228228

转 222、230

传 真：

010-67220088

出版日期：

2004 年 2 月

网 址：

www.zltz.com

创刊寄语

◎变革与创新 1

业务探讨

◎职工持股会问题分析 3

◎整体上市与定向增发初探 10

案例透视

◎又到玩数字游戏时 19

行业研究

◎医药行业指标完成理想 实质仍有隐忧 21

◎医药行业影响因素分析 23

法规速递

◎2003 年以来主要法规点评 25

◎2003 年以来主要法规介绍 29

中利报告

◎中利景顺 2003 年度业务报告 34

中利家园

◎员工简介 38



变革与创新

岁末年初，正是盘点过去、展望未来的时刻。在过去一年，中国资本市场的变化可以用风起云涌来形容，这种变化可从市场各个层面透析出来。

首先在政策层面，从十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》到不久前出台的《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》，充分表明了政府推进资本市场改革开放和稳定发展的决心。这两个文件从战略高度对我国资本市场的发展作了部署，特别是后者对较为敏感的全流通问题、保险资金直接入市和建立多层次资本市场等都做出了里程碑式的规定，必将成为启动中国资本市场二次革命的总纲领。

在监管层面，2003 年是新一届证监会的新政元年。以“加强证券市场基础性建设，做好市场强基固本工作”为指导，证监会在深化发行制度上进行了大刀阔斧的改革，推出了证券发行上市保荐制度和股票发行审核委员会制度的改革。去年许多上市公司的新股发行或增发被频频叫停，其背后正是证券市场监管体系逐步完善、监管力度加大的结果。此外，在国务院机构改革中设立的国资委，对进一步加快国有企业改革与发展，发展和壮大国有经济，实现国有资产的保值增值也进行了卓有成效的改革。其采取的诸多措施之及时、清晰、到位，应是历年类似政策中少有的，也体现了政府的专业化水准。

在上市公司层面，伴随证券市场资源配置功能的强化，公司并购重组在制度创新上不断走向深入。以南钢股份为代表的要约收购开启了完全公开的市场化收购的大幕，上市公司高管曲线 MBO、集团公司整体上市、定向增发等创新更是让人耳目一新。上市公司治理进一步规范，然而也暴露出许多潜在问题。诸如宏智科技股权之争、啤酒花董事长失踪等等，不能不引起整个市场对制度的反思。

市场参与者层面，投资基金倡导的价值投资理念得到了市场验证，而被广大投资者所追捧，再加上其不断的产品创新，经过 2003 年已壮大发展为中国证券市场上一支举足轻重的力量。券商在严峻的市场环境中也没有坐以待毙，而是不断进行业务创新，加强对投资银行

业务的开发,积极探索盈利新模式。广大中小投资者经过漫漫熊市的洗礼变得更为成熟和理性,维权意识日益增强,证券市场侵权民事责任制度逐步完善。

变革孕育创新、创新促进发展。2003年已经过去,市场仍将以其内在的规律走下去。

处于这种大变革的环境中,市场和游戏规则都在不断变化,制度创新层出不穷、知识更新应接不暇,所有这些都对我们投行人员提出了更为严格的要求,若不能紧跟市场变化,学习新知识,不断更新完善自身知识结构,提高自身素质,不仅提供给客户的服务质量得不到保障,我们也会被市场所淘汰。而且投行人员一个最基本的素质就是创新。如何才能够创新,首先要求我们对现有的知识要有一个全面的掌握,对市场规则要有透彻的理解。在此基础上,根据每个客户的具体情况和项目的客观条件,设计出最合适的方案来,这就是我们一直提倡的个性化服务的根本要求。

正是如此,公司每位员工都非常重视自身理论素质的提高。在完成其日常所负责项目的同时,通过各种途径加强专业知识的学习与更新,将理论与业务实践相结合,提高自己业务水平,从而保证我们提供给客户的每份报告、每份项目建议书的质量。这也是公司追求完美、精益求精的企业文化的体现。

为了更好的激发广大员工的学习热情,提高业务素质、增强研究实力、发挥创造性劳动,我们特推出了这样一份筹划已久的刊物,旨在提供一个展示研究成果的平台,同时籍此更好地将理论研究与项目结合起来。以后各期,我们将根据客户行业分布情况,并配合项目进展,对相关问题进行深入研究,使各位客户能够及时了解到资本市场最新政策动态和与项目相关的深度专业知识。同时我们也希望本刊能成为我们与客户有效交流的平台、问题反馈的通道,达到一个互动的效果,以便我们不断改进服务质量,提高工作效率,从而将我们的合作推向一个更高的层次。



职工持股会问题分析报告

第一部分：职工持股历史沿革

职工持股，是指企业职工和经营者持有本企业股份而成为企业所有者的投资行为。它包括两种投资方式：以自然人直接投资形成的直接持股；以职工持股会会员间接投资形成的间接持股。两者统称职工持股。

职工持股作为一种经济行为，是我国经济体制由计划型向市场化转轨，并与我国股份经济的发生、发展呈亦步亦趋的追随关系。

在我国，早在 1984 年 7 月，我国第一家股份制企业——北京天桥百货股份有限公司正式成立时，在公司的股本设置中就设立了个人股。该公司的大部分职工都购买了股份，占当时该公司总股本 463 万元的 1.29%。这是国有企业改革中最早的职工持股行为。此后，全国一些企业在股份制改革中纷纷采用了吸收职工入股的做法。

我国股份制的发展初期主要是进入 90 年代，1992 年职工持股的试点工作在全国大中城市试行。经过近 10 年的职工持股探索，大致可以分为以下阶段：

初期阶段：从 1992 年到 1995 年底。该阶段以存量折股、增量入股方式，将小型国企和集体企业的存量资产折价入股，同时吸收职工现金投资入股，将原企业改造成股份合作制企业；在较大型国有企业进行股份制改造时，吸收内部职工参股，建立由国家股、法人股、内部职工股组成的股份有限公司或有限责任公司。

1992 年 5 月，为了适应我国股份制试点工作的需要，国家体改委制定了《股份有限公司规范意见》，其中规定：采取定向募集方式设立的股份有限公司，经批准可以向本公司内部职工发行部分股份，其总额不得超过公司股本总额的 20%。1994 年 7 月，《中华人民共和国公司法》实施后，不允许再设置内部职工股。对于社会募集的股份有限公司，1994 年国家体改委、国务院证券委规定：公司可在国家批准的股份发行额度内，按不超过 10% 的比例向职工配售股份，在公司本次发行股票上市后 6 个月，这部分股份即可上市转让。

发展阶段：从 1995 年到 1998 年。该阶段主要做法是先售后股，或股租结合推进股份制。即由职工出资买断公有小企业的存量净资产，然后改制为股份公司或股份合作企业；或由职工集资组成持股会，买断大中型国有企业的部分净资产，组成由国有企业法人股和职工持股会（经由工会）组成的有限责任公司。

1995 年以来，为了配合国有大中型企业建立现代企业制度，上海、深圳、北京等十几个省市的地方政府陆续出台了《关于组建职工持股会的试行办法》，按照这些办法的规定，在国有企业和集体企业改革中，职工可以组织起来共同投资组建职工持股会，以职工持股会向企业投资，实现职工持股。各地组建职工持股会的做法不完全一致，大体可以分为两类，一是以企业工会为载体，以工会的名义向公司投资；二是职工投资组成职工持股会，登记为社团法人，以社团法人来向公司投资。

成熟阶段：从 1998 年后。该阶段明显的倾向是重在鼓励、支持经营者持股、持大股和经营者群体控股。在经营者和不同层次的员工中，持股的数量差距进一步扩大。

回顾这一进程，我们可把全国各地实行职工持股的做法大体分为四种形式：

(1) 根据国家体改委原制定的《股份有限公司规范意见》，在股份有限公司设立内部职工股。

(2) 组建有限责任公司和发起设立的股份有限公司时，职工以自然人身份入股，这种形式只适用职工人数不多的企业。因为有限责任公司有 50 个股东的限制。股份有限公司虽然

没有股东人数的上限，但成千上万的公司职工以自然人身份作为公司的发起人，在实际中也难以操作。

(3) 改制为股份合作制的企业中设立职工个人股。全国股份合作制已有上百万家，每个股份合作制企业都有职工个人股。

(4) 组建职工持股会向公司投资。全国十几个省市采取了这种做法。

职工持股制度是股份经济发展出现的新生事物，它对于寻求公有制在新的社会经济条件下的实现形式，完善与社会主义市场经济相适应的所有制结构，促进国有中小企业改革等方面是一种有益的探索。党的十五大和党的十五大四中全会都强调按劳分配和按生产要素分配相结合，允许和鼓励资本、技术等生产要素参与收益分配。这为建立与现代企业制度相适应的收入分配制度，推行职工持股制度创造了条件。北京市、上海市、深圳市、江苏省等一些省市企业试行职工持股制度，同时制定了相关的行政措施加以规范。

第二部分：职工持股会概述

一、职工持股会基本情况

1、职工持股会概念

职工持股会是在有限责任公司、股份有限公司中统一办理内部职工持股事宜的机构。公司设置内部职工股，不管是内部职工集体股、还是职工个人股，都应向职工提供公司章程（草案）、可行性报告等材料，由职工个人认股。认股后应成立职工持股会，由职工持股会代表广大入股职工统一办理入股职工的权益及分配事宜。职工持股会应当建立职工持股名册，作为职工持股会管理内部职工股的依据。

2、职工持股会的性质

职工持股会是依法设立的，由公司职工自愿组成的，并经核准登记的社团法人。每个公司只能设立一个职工持股会，职工持股会作为出资者按投入公司的资本额享有所有者的资产受益、重大决策和选择管理者等权利。职工持股会的主要作用是管理职工持股的相关事宜，最重要的是代理行使投票权。

3、职工持股会的设立条件

一般来说，国有企业在改制成股份有限公司或有限责任公司时，或公司增资扩股及股东向职工转让股份时，可以设立职工持股会。设立职工持股会应当具备一定条件，由地方政府制定管理办法，具备条件的企业作为职工持股会主办单位向主管部门提交筹建职工持股会的申请。经批准后，持股会的会员开始缴纳出资，会员全部的缴纳出资须经法定的验资机构验资并出具证明，然后由主办单位向社会团体管理部门申请设立登记。

4、职工持股会组成模式

目前，关于职工持股会的组成，归纳起来主要有四种模式：

(1) 明确为社会团体法人，需要在民政部门登记。如外经贸、北京、天津、宁夏、青海等。

(2) 明确为依托工会，以工会法人开展活动。如上海、甘肃、陕西、黑龙江等。

(3) 明确为依托工会，需要进行工商登记。如深圳、云南等。

(4) 委托思路，但不限于工会。如安徽规定可以依托公司工会。浙江规定原则上依托工会组织设立。

二、持股会的特点

我国的职工持股会具有以下特点:

(1) 职工持股会是依法设立的,由公司职工自愿组成的,并经核准登记的社团法人。职工持股会的合法权益受法律保护,不受侵犯。职工持股会作为出资者按投入公司的资本额享有所有者的资产受益、重大决策和选择管理者等权利。

(2) 凡是认购公司中内部职工股,包括集体股和个人股的职工股东都是职工持股会的会员。职工持股会会员以其出资额为限对职工持股会承担责任。职工持股会以其全部出资额为限对公司承担责任。职工股东行使表决权时,一般实行一人一票制。

(3) 职工持股会的资金用途有限制,资金只能限于购买本公司的股份,不得设立企业,不得用于购买社会发行的股票、债券,也不得用于向本公司以外的企业事业单位投资。

(4) 公司职工调离、辞职、辞退、开除、死亡时,自动退出职工持股会。职工退休时,可以退出职工持股会。会员退出职工持股会时,其出资额可参照公司上年度每股资产值转让给本公司其它员工,或留作新职工的认购。

(5) 会员的出资在职工持股会成立三年内不得转让。三年后也只能在本公司职工之间转让,不得在社会上转让交易。会员若转让其出资后,职工持股会将受让人的姓名以及受让人的出资额记载于会员名册。

三、设立职工持股会的意义

1、随着职工持股的迅速发展,有必要成立职工持股会,以维护和代表职工股东的各项权益。

企业内部职工持股制度是让职工以合乎现代企业制度要求的方式参与企业的管理和决策,给予企业持股职工一定的经济权利和经济民主,使他们能够以股东的身份参与企业管理和决策,增强职工对企业资产的关切度,提高职工的积极性、创造性和责任感,促进企业发展,提高企业的竞争力。持股职工成立职工持股会,通过持股会将他们的意见和要求集中起来,在股东大会进而在董事会上充分地表达和反映,更好地维护持股职工合法权益。另一方面,内部职工股本质上是一种集体基金,作为企业资本金的一部分参与企业的经营过程,中途不能抽资撤股,所以企业行政也希望通过建立职工持股会来规范内部持股职工的管理,使内部职工股得以健康、有序的发展。

2、成立职工持股会,对企业内部职工持股模式进行改组,解决内部职工股社会化问题。

设立内部职工股的初衷是使职工成为投资者,增强其敬业精神和对企业的关切度。所以从一开始内部职工股就具有非上市转让和交易的性质。但实际上,社会募集公司的内部职工股有些已经上市,有些准备上市;定向募集公司中的内部职工股,根据《公司法》规定“一年后增资扩股时,经批准可转为社会募集公司”,也可以预期上市。内部职工股的这种开放性和流动性,使职工在最初认购时,更多地把它看作是一种短期投资,而不是把它作为能参与企业决策的途径。政府于1993年对企业内部职工股票采取了冻结措施。而职工持股会作为一个独立的产权主体,具有管理内部职工股并行使参与企业决策与管理的各项职权。

3、为职工持股制度开辟了新途径。

内部职工股是企业股份总额中重要的组成部分,享有企业部分产权、经营管理权和资产受益权,但这些权利必须通过一定的载体才能实现。《公司法》中规定“有限责任公司由两个法人以上五十个以下股东共同出资设立”,一些企业由于职工较多,利益难以均衡,只有通过组建职工持股会,作为职工参与企业投资的载体,才能实现持股职工的各项权利。

在《股份制企业试点办法》中规定“转化为有限责任公司的，内部职工所持股份可以转为‘职工合股基金’，以‘职工合股基金’组成的法人成为本有限责任公司的股东”。“职工合股基金”也就是职工持股会的雏形。所以在股份有限公司中，职工持股会的代表同样是企业的股东之一，同样也可以代表持股职工享有股东的各项权利。

第三部分：职工持股会存在的问题

进入九十年代以来，我国一些公司在股份制改造和公司设立的过程中，出现了大量自然人持有发起人股、大量自然人以职工持股会或工会名义持股的现象，这为此类股份公司的股权管理及上市融资带来一系列问题，现已成为政府、公司及中介机构一项急迫解决的课题。总结起来，主要存在以下主要问题：

一、政策问题

自企业内部职工持股出现以来，一直缺乏规范、统一的法律依据，相应的制度建设基本上处于行政性地方规定阶段。从已经出台的各地制定职工持股相关实施和管理办法规定看，主要有以下几种情况：

北京“根据国务院颁布的《社会团体登记管理条例》，参照《中华人民共和国公司法》”；甘肃“根据《公司法》和《中华人民共和国工会法》”；青海、安徽、浙江、江苏“依据《公司法》及国家有关法律法规”。外经贸归口企业“根据《公司法》和国家关于股份制试点工作的有关规定”。

总结起来，各地制定相关规定所明确依据的法律法规主要是《中华人民共和国公司法》、《社会团体登记管理条例》和《中华人民共和国工会法》。事实上，在这几个主要的法律法规中，并没有很明确的与职工持股相对应的条款。由此可见，我国各地制定职工持股相关规定尚缺少明确的、一致的法律依据。在我国虽然已有 30 多个省市区制订了有关职工持股的规范性文件，但是政出门多，认识不一，操作形式多样，甚至同一地区的体改委、国资、工商、工会等部门的意见也不一致，以致在管理方面出现混乱，使职工持股发展陷入十分尴尬的境地。

二、法律地位问题

自职工持股制度建立以来，职工持股会的法律地位一直不明确，职工持股会到底“属于社团法人”，还是属于“企业内部团体”，这是一直困扰职工持股的核心问题。

在北京等地，视职工持股会为“社会团体法人”，应按照《社会团体登记管理条例》的规定，到当地民政部门注册登记。而在上海等地，职工持股会隶属于工会。

在我国现行的法律中，没有专门的法律对职工持股予以明确规范，只是在地方或部委的政府规章中对职工持股会有一些规定。在职工持股的具体操作中，都遇到一些无法回避的法律障碍。

第一，职工持股会与我国《社会团体登记管理条例》中的“社会团体”存在重要区别，职工持股会在社会上没有任何活动，只是一个职工向企业入股的变通性质的自然人股东集合体，要求职工持股会以社会团体法人的名义进行民政登记，不具备《社会团体登记管理条例》所要求的非营利性特点，难以得到民政部门的认可：

(1) 社会团体不得从事赢利性的经营活动，而职工持股会是一种注重投资收益的主体。

(2) 企事业单位在本单位内部活动的团体不属于社团登记范围，而职工持股会的职责恰恰是主要管理企业内部的股份工作，不从事对外业务。

(3) 职工持股会的注册资金与企业法人的要求一样,与社团的活动资金概念不同。因此,民政部 2000 年已经表示不再以“社会团体”名义登记职工持股会。

第二,工会性质决定其不能作为职工持股的主体。工会应适用《工会法》的规定,工会作为一种福利性机构,是不以赢利为目的的机构,而工会持股与职工持股会一样是以赢利为目的,代表全体持股职工行使股东权利。这就造成工会的社团法人身份与职工持股的赢利动机相矛盾,与《工会法》和《社会团体登记管理条例》等法律、法规的规定冲突,这是民政部停止审批职工持股会、证监会暂不受理工会作为股东或发起人的公司公开发行股票申请的原因。

第三,近期出台的各项法规、政策和措施,从法律程序上否定了职工持股会的合法性。

● 民政部办公厅 2000 年 7 月 6 日发布的《关于暂停对企业内部职工持股会进行社团法人登记的函》规定:由于职工持股会属于单位内部团体,不应再由民政部门登记管理。各地民政部门暂不对企业内部职工持股会进行社团法人登记,此前已登记的职工持股会在本次社团清理整顿中暂不换发社团法人证书。

● 中国证监会上市公司监管部复函上海证券交易所,行文如下:

根据民政部办公厅 2000 年 7 月 6 日发布的《关于暂停对企业内部职工持股会进行社团法人登记的函》的精神,职工持股会不再作为社团法人登记。目前,各地自行批设的职工持股会比较混乱,民政部正在清理。职工持股会不能登记为社团法人或已登记的职工持股会年审时不再换发社团法人证书。职工持股会将不再具有法人资格。

同时,根据中华全国总工会和《中华人民共和国工会法》的有关规定,工会作为公司股东,其身份与工会的设立和活动宗旨不一致,可能会对工会正常活动产生不利影响。

鉴于上述原因,职工持股会或工会不能成为上市公司股东,也不能直接或间接持有上市公司的股份。

● 中国证监会法律部 2000 年 12 月 11 日复函(法律部[2000]24 号)北京市中伦金通律师事务所:根据国务院《社会团体登记管理条例》和民政部办公厅 2000 年 7 月 7 日印发的《关于暂停对企业内部职工持股会进行社团法人登记的函》(民办函[2000]110 号)的精神,职工持股会属于单位内部团体,不再由民政部门登记管理。对此前已登记的职工持股会在社团清理整顿中暂不换发社团法人证书。因此,职工持股会将不再具有法人资格。在此种情况改变之前,职工持股会不能成为公司的股东。

另外,根据中华全国总工会的意见和《中华人民共和国工会法》的有关规定,工会作为上市公司的股东,其身份与工会的设立和活动宗旨不一致,可能会对工会正常活动产生不利影响。因此,我会也暂不受理工会作为股东或发起人的公司公开发行股票申请。

民政部和证监会的发文,意味着职工持股会已失去了法人地位,宣告了资本市场对持股会关闭了大门。

三、社会问题

由于对职工内部持股的政策法规的不健全,职工持股从筹资途径到股权管理都较为混乱,职工利益难以保证。

(1) 有的企业以“入股”为上岗条件,或因职工持股而使劳动合同、人员流动难以实施;有的经营管理层“暗箱操作”,损害国有资本和职工的利益;

(2) 有的将职工持股视作向职工集资的手段,企业片面强调集资,单纯由职工出资组建持股会,即便有的亏损企业也是如此。甚至还有名为职工持股、实为外人持股的做法等。这些做法,严重背离职工持股的初衷,也为当前职工持股会的处理增加难度。

(3) 持股职工与所在企业之间,一方面持股职工与企业之间按照《劳动法》规定而产生的劳动合同关系,另一方面职工因持有企业股份而产生的投资关系而成为间接股东。

如持股职工退出“职工”身份时，“股东”身份还在，企业能否以此为由强行取消原持股职工的股份，如不取消又与职工内部持股制度的“在职职工”要求不相符合。持股职工退休、调离、劳动合同期满后，其股份如何处理？收购、转让应按什么价格计算？这些问题都很难解决。1999年4月，上海长宁区人民法院就受理了一起辞职职工诉企业职工持股会和工会委员会退还股金纠纷一案。原告与被告争议的焦点，就是受让职工股的价格的确定问题。有的上市公司也由于类似问题，已有职工静坐、闹事等严重问题发生，随着职工持股会法律地位的丧失，职工持股会问题必须解决，此类纠纷还会不断产生。

四、同股同权的问题

一般情况下，职工持股会大都是由公司工会作为主管部门，而工会是企业的“内部机关”，领导都是内部指定或委派的，持股会的管理层或会员代表大多数也是公司的领导，所以持股会很难做到民主化管理。作为中小股东的大量自然人直接或以职工持股会、工会名义间接持有股份公司股份，难以充分行使自己的股东权利。因此，有的持股会名义上是公司的大股东，但实际参与投票表决和管理由于受公司限制而无法落实。同时，有的企业并未把职工持股会当作真正的投资主体对待，董事会、监事会中职工持股会相应席位与其投资比例不对应等，这不但无法保障职工的利益，而且不利于企业建立健全法人治理结构、不利于公司的发展。

五、股权的管理问题

职工股权管理的相关规定涉及持股职工权益。规范的职工持股制度，在职工股权管理上都规定：除职工退休或离开企业之外，一般不能退股，不能转让，也不能继承。在我国，在各省有关职工持股的暂行办法或试行条例中，大多对职工股作了禁止转让的规定。如深圳、广东规定职工持股原则上，不转让、不交易、不继承。这主要是为了有效避免过频转让而导致的职工股的管理混乱；防止职工因只注重以股权转让投机获利而放松对企业发展的关心。但是，持股职工出于某种动机，私下转让现象比较严重，由于私下转让存在不合法性，如职工作为持股会会员，出资认购了股份，在持股会内部作了登记，但并不是直接持有该部分股权，也就意味着职工无权私自进行转让、交易。同时，有的企业在实际操作中，存在非法集资而设立内部职工股的问题，企业的法律股东与实际股东不一致，其职工持股并不局限于内部职工。这些股份实际持有人为社会自然人，一旦遇到公司进行分红、配发或处理该股权时，很容易暴露问题，从而引出纠纷。

六、持股风险问题

就目前的职工持股而言，绝大多数是在企业内部设立一个职工持股会，并通过职工出资而形成，基本上没有金融证券部门的介入，有的职工东拼西凑或者拿出半辈子的积蓄投资入股，一旦企业经营不善，将使广大职工遭受巨大损失，有可能引发一些社会问题。

七、企业内部问题

由于职工持股会一般都依托企业工会，实际属于企业内部组织，企业本身又属于上市公司股东，根据双方的关联关系，很容易造成企业内部人控制，将极有可能导致公司治理结构的不平衡，使上市公司其他股东的权益难保障，为公司的正常经营活动以及财产安全留下一定隐患。

有些持股会已经通过各种途径进入了二级市场，这不但违反了职工持股会的资金用途有限制规定：持股会的资金只能限于购买本公司的股份，不得设立企业，不得用于购买社会发行的股票、债券。而且二级市场风险巨大，一旦操作不慎，将给职工造成损失。

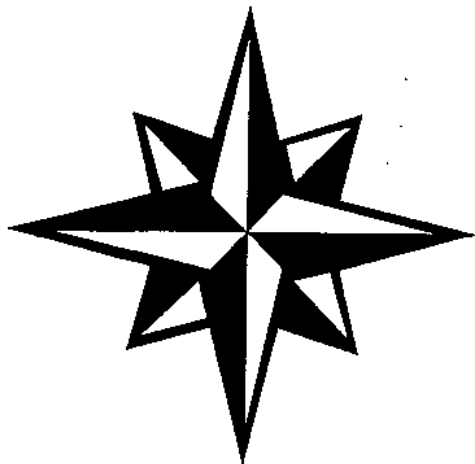
八、公司上市问题

我国证监会已明确规定：对有内部职工持股的定向募集公司要及时清理，职工持股会直接或间接持股的公司不得在国内上市。证监会将不受理工会作为股东或发起人的公司公开发行股票的应用。凡股权结构中存在职工持股会和工会的拟上市股份公司，证监会都会要求其就此问题进行整改。这为国内一些优秀企业欲进入资本市场设置了一道难以逾越的障碍。

由于职工持股会诸多问题的出现，大量自然人持有发起人股容易造成股权管理混乱，不利于健全的法人治理结构的形成，不利于股份公司的规范设立和运作。以持股会或工会的名义持股，其资格又有障碍；持股会所依据的法律文件中关于股份转让、股份继承、股份回购、预留股份等问题与有关上市规则有矛盾。因此，对于存在此种股权结构的股份公司的上市要求，证监会在审核过程中予以特别关注，对公司的考察也格外严格，存在的问题不解决就得不到证监会的认可，不利于公司尽快上市。由此，正是由于个人持股问题的存在，一些拟上市公司由于此问题虽已完成辅导，却迟迟不能报送上市材料，严重影响拟上市公司的发展。如陕西省目前有 260 多家股份公司，仅建有职工持股会的企业就有 60 家，这个问题能否妥善解决，已成为企业能否上市的关键。

九、再融资资格问题

中国证券监督管理部门已决定，凡是没有处理完职工持股会的上市公司将不能进行再融资活动。对于上市公司而言，失去再融资资格将对企业经营和发展产生巨大的负面影响，因此，解决职工持股会问题已是当务之急。



整体上市与定向增发初探

2003 年对中国证券市场来说是极不平凡的一年, 价值投资理念深入人心、投资者权利意识觉醒、市场监管力度进一步加强、法律法规体系逐步完善。在这一年中市场基本处于一种低迷状态, 然而正是在这种市场环境中, 上市公司的创新却层出不穷, 给人以耳目一新的感觉。可以说, 创新是活力的源泉、是市场参与者寻求突破的重要渠道。这其中尤为引人注目的有 TCL 通讯换股合并案、武钢股份定向增发整体上市案及 *ST 小鸭定向增发案, 本文将结合这几个案例对整体上市和定向增发的相关问题进行讨论。

一、TCL 通讯换股合并案

(一) 操作思路:

根据 TCL 集团公布的整体上市及吸收合并方案, 其采取的是“公募+换股”相结合的方式, 即在经中国证监会批准发行的 9.944 亿股中, 向社会公众首次公开发行 5.9 亿股, 向 TCL 通讯 (000542) 流通股股东换股发行约 4.04 亿股。TCL 集团与 TCL 通讯 (000542) 通过吸收合并的方式进行合并, TCL 通讯所拥有的资产、负债、业务及相关权益均转归 TCL 集团承继。在本次合并的同时, TCL 集团受让其全资子公司 TCL 通讯设备 (香港) 有限公司持有的 TCL 通讯 25% 的股份。本次股权转让完成后, TCL 集团将直接持有公司 56.7% 的法人股股份。合并后, TCL 集团为存续公司, TCL 通讯将注销独立法人资格。TCL 通讯流通股股东所持 TCL 通讯流通股按 1: 4.96478873 的比率, 转换为 TCL 集团发行的新股。2004 年 1 月 30 日, TCL 集团公开发行的股票及向 TCL 通讯流通股股东发行的股票在深交所上市交易。

(二) TCL 集团上市步骤:

第一步: 吸收合并预案获股东大会通过。2003 年 10 月 31 日, TCL 集团吸收合并 TCL 通讯 (000542) 预案分获集团及股份公司双方股东大会通过。该方案此前已经取得广东省政府的批准。

第二步: TCL 集团吸收合并 TCL 通讯债权。TCL 集团的控股股东和 TCL 通讯的间接控股股东惠州市投资控股有限公司承诺, 对于未能在 TCL 集团和 TCL 通讯合并完成之前向 TCL 集团或者 TCL 通讯申报债权或者提出清偿、担保要求的债权人提供连带责任保证。

第三步: TCL 集团受让 TCL 通讯 25% 股权, 要约收购义务被豁免。10 月 24 日, 商务部批准 TCL 集团与其全资附属公司 TCL 通讯设备 (香港) 有限公司签订的《股权转让协议》, 批准 TCL 集团受让 TCL 通讯设备 (香港) 有限公司持有的 TCL 通讯 25% 的股份。11 月 20 日, 中国证监会同意豁免 TCL 集团因增持公司 47027200 股外资发起人股 (占总股本的 25%) 而应履行的要约收购义务。

第四步: TCL 集团首发申请通过发审委审核, TCL 通讯同期停牌。2003 年 12 月 30 日, TCL 集团首次公开发行股票申请材料通过中国证监会发行审核委员会的审核。

第五步: TCL 集团获准发股, IPO 与换股同步进行。经中国证监会核准, TCL 集团股份有限公司于 2004 年 1 月 7 日向社会公开发行 994,395,944 股, 发行价格为 4.26 元/股, 基

于 2002 年每股盈利的发行市盈率为 15.97 倍。此次发行包括首次公开发行部分和换股发行两部分,其中向社会公众投资者首次公开发行 5.9 亿股,为合并而向 TCL 通讯全体流通股股东换股发行 404,395,944 股。

第六步:TCL 集团招股完成,申购资金逾 2000 亿。1 月 12 日 TCL 集团招股完成,此次 A 股发行采用现金网上申购的方式,本次上网定价发行的总有效申购户数为 42.4175 万户,总有效申购股数为 506.6 亿股。TCL 集团本次股票发行的中签率为 1.1646123957%。

第七步:TCL 通讯终止上市。合并后 TCL 通讯注销法人资格,公司股票于 1 月 13 日终止上市,流通股股东所持 TCL 通讯流通股按 1:4.96478873 的比率,转换为 TCL 集团发行的新股。

第八步:TCL 集团于 1 月 30 日上市。TCL 集团公司 9.944 亿股流通股,于 1 月 30 日在深交所上市交易。证券简称:TCL 集团,证券代码为:000100。

TCL 集团的股本结构中,包括自然人持有的未流通股份,其总额为 4.116 亿股,占公司总股本的 15.91%,其中公司总裁李东生持有 1.445 亿股,占公司总股本的 5.59%,成为 TCL 集团第三大股东。

(三) 评价

社会各界对 TCL 集团的这次整体上市方案普遍给以一致好评,分析认为有以下创新之处:

1、换股。以股权作为支付对价,大大减少了因并购支付大量现金给今后发展带来的压力,同时为今后大规模并购提供了更大的腾挪空间。这一创新破解了多年来困扰国内上市公司收购兼并的一大难题,为并购手段的创新提供了可借鉴的样本,使得今后大规模、跨行业的并购成为可能,具有竞争优势的企业可以通过并购做大做强。其实早在 2002 年 9 月出台的《上市公司收购管理办法》就将“依法可以转让的证券”作为企业收购时的支付手段之一,意味着定向发行、回购、换股等国际通行的并购手段均可运用,从而为大规模的并购重组铺平了道路,但真正在实践中加以应用的却很少。在此意义上,TCL 的实践为并购模式的创新拉开了序幕。

2、吸收合并上市公司,实现集团整体上市。TCL 集团吸收合并 TCL 通讯并整体上市,极大的减少了关联交易对中小投资者利益的侵害。

3、解决或缓解了国有股“一股独大”的问题。由于 TCL 集团通过向海外机构投资者、管理层的定向增发,将使得上市公司中第一大股东持股比例大幅下降(如果按照 IPO 市盈率 15 倍、价格 4 元计算,TCL 集团的第一大股东惠州市投资控股有限公司的持股比例将由最初的 100%减少到 IPO 后的 25.86%),在一定程度上减少了委托代理成本,促进了上市公司治理结构的建设。

4、TCL 集团还有一个最具吸引力的创新效果,那就是通过整体上市完成了对管理层的股权激励。根据公司公布的股权结构,李东生拥有集团 144,521,730 股股份,占“本公司发行前股本总额 9.08%”。按 TCL 集团 1 月 30 日的首日收盘价 7.59 元计算,李的个人资产已经达到 10.97 亿元。其身后也出现了数位亿万富翁和数百位百万富翁,他们在企业发展过程中做出的贡献得到了应有的回报。

二. 武钢集团整体上市案

根据 2003 年 11 月 18 日武钢股份有限公司公告, 公司拟增发不超过 20 亿股, 其中向武汉钢铁(集团)公司定向增发 12 亿股国有法人股, 向社会公众发行的社会公众股数量不超过 8 亿股, 募集资金总额不超过 90 亿元。募集资金将收购武钢集团拥有的钢铁主业资产。

武钢股份本次增发方案, 将定向增发国有法人股、增发流通股相结合, 进而实现了集团主业资产整体上市, 这种金融创新模式在国内尚属首例。

公告称, 本次增发募集资金, 拟全部用于收购武钢集团拥有的钢铁主业, 其范围是: 钢铁生产流程中的炼铁系统、炼钢系统和未上市的轧钢成材厂。截至 2003 年 6 月 30 日, 上述拟收购的资产总额为 198.6 亿元, 净资产为 92 亿元。拟收购资产 2003 年上半年的净资产收益率高达 11.73%, 前三年净资产收益率平均为 12.10%。根据模拟合并的财务报表, 2003 年 6 月底, 武钢股份的半年净资产收益率由 6.25% 上升至 9.14%。此次收购完成后, 武钢股份将实现跨越式发展, 公司将由一家钢材加工企业发展成为年产钢、铁各 900 万吨综合生产能力的大型钢铁联合企业。产品将由原有的冷轧薄板、冷轧硅钢片 2 个产品大类、200 多个品种增加到 7 个产品大类、500 多个品种。

点评: 定向增发与普通增发并举, 反向收购母公司资产, 实现武钢集团钢铁主业资产这是继 TCL 后又一集团上市的创举, 与 B 股的定向增发相呼应。无疑这样的反向收购将使上市公司质量得到巨大提高。方案呈现三大亮点:

1、 理性融资 保护中小投资者利益

此次武钢股份向武钢集团定向增发国有法人股不超过 12 亿股, 武钢集团已书面承诺按照本次公开发行确定的价格全额认购, 且该部分股份暂不上市流通。事实上, 如果将武钢股份此次增发视为武钢集团新股上市, 那么就一定会出现大股东与普通投资者同股不同价的不公平现象。武钢集团以与投资者完全一致发行价格全额认购, 至少保证了再融资过程中的公允性原则。

公告显示, 武钢股份拟向大股东收购的资产 2003 年上半年净利润已达 9.1 亿元, 以此简单推算, 该资产全年净利润可能超过 18 亿元, 与拟收购的 92 亿元净资产相比, 其市盈率只有 5 倍, 远远低于目前大盘股 15 倍左右的发行市盈率。这种理性的再融资方案明显有利于普通投资者。

2、 产业整合 促进公司跳跃式发展

钢铁企业的特点要求生产工艺完整性和一体化经营。武钢股份首次公开发行股票时, 由于受发行额度的限制, 武钢集团仅将其钢铁业务最后端的冷轧工序(冷轧薄板厂和冷轧硅钢片厂)投入武钢股份并上市。

武钢股份本次增发的募集资金全部用于收购武钢集团拥有的钢铁主业, 这将使武钢股份拥有炼铁、炼钢、轧钢等一整套现代化钢铁生产工艺流程及相关配套设施, 实现了钢铁生产工艺流程的完整和一体化经营, 与大股东关联交易由原来主要为热轧板卷采购变为部分初级原料及辅助材料的采购。因此, 本次收购有利于大幅减少关联交易, 进一步增强公司自主经营能力, 完善了公司治理结构。

此次收购完成后, 武钢股份将以蛇吞象式的反向收购实现资产及经营规模的大幅扩张, 顺利实现钢铁主业的产业整合, 由一家 170 万吨钢材深加工规模的企业发展成为钢铁年综合生产能力 900 万吨的大型钢铁联合企业。总资产从 70 多亿元增加到 260 亿元, 主营业务收入将由 60 多亿元增至 250 亿元, 产品将由原有的冷轧薄板、冷轧硅钢片 2 个产品大类、200 多个品种, 增加到 7 个产品大类、500 多个品种。

值得注意的是, 在武钢股份拟收购资产的整体工艺和技术装备大多达到了 20 世纪末世

界先进水平。其中新建成的二热轧生产线是国内技术装备水平最高、板幅最宽、强度等级最高的现代化宽带钢热连轧机,可以在很大程度上满足国内汽车、造船、能源开发及管道运输业对超宽钢板和大口径螺旋焊管的国产化要求。不仅如此,该资产的盈利能力也是十分可观的。公告显示,2002年该资产的净利润为9.1亿元,今年上半年的净利润已达到去年全年的水平,净资产收益率高达11.73%。根据模拟合并的财务报表,2003年6月底模拟合并后的净资产增长139%,主营业务收入增长179%,净利润增长250%,净资产收益率由6.25%上升至9.14%。

3、创新再融资 开创大型国企整体上市新模式

与近期以增发为核心内容的金融创新模式相比,武钢股份的创新融资方案既增发暂不流通的国有法人股,也增发了流通股,同时还实现了大股东主业的整体上市,照顾到了上市公司、中小股东和大股东等各方面的利益,形成了一个明显的多赢格局。这一创新融资模式为大型国企解决体制及历史遗留问题,实现整体上市提供了一个成熟的操作案例。

目前国内上市公司中,特别是一些由国企转制而来的上市公司,由于种种原因,没有实现主业整体上市,而是将生产环节、流程中的一部分剥离后包装上市。这种剥离方式由于存在着大量关联交易,为上市公司规范运作留下了大量隐患,成为上市公司从根本上完善治理结构的障碍。武钢增发模式对于有着相似体制背景的上市公司有着一定的借鉴意义。

三、*ST小鸭定向增发中国重汽集团案

(一) 2003年9月,山东省政府所属集团——中国重型汽车集团有限公司对陷入亏损窘境的*ST小鸭施出援手,分别与原大股东和二股东——小鸭集团和中信信托正式签署协议,收购股份合计占总股本的63.78%。随后,重汽集团对*ST小鸭开始了一系列实质性的重组。

(二) *ST小鸭(000951)董事会通过《关于重组后向中国重型汽车集团有限公司定向增发国有法人股的预案》。公司拟采用定向增发方式收购中国重汽所属的车桥厂、锻造厂、离合器厂、设备动力厂的经营性资产,以实现中国重汽重型汽车业务整体上市。

本次定向增发初步定在2004年上半年,具体实施时间在小鸭电器公布2003年年度报告以后。其定价原则上以上市公司的最近一期经审计的每股净资产为基础,如果届时小鸭电器的每股净资产低于面值,则定价高于面值,定向增发的股份定性为国有法人股。发行数量将根据上述四厂的资产审计评估值并结合价格等因素综合确定。

(三) 2003年12月26日中国重汽重组小鸭电器的方案,正式获得中国证监会批准,并在12月29日召开的小鸭临时股东大会上通过。

(四) 继重大资产重组方案获中国证监会批准后,*ST小鸭(000951)的重组工作正在紧锣密鼓地进行中。2004年1月30日,该公司召开了2004年度第一次股东大会。会议通过了关于更名、迁址、变更经营范围等议案,原*ST小鸭方的董事和监事也悉数退出。据悉,重组后的上市公司将更名为“中国重型汽车集团济南卡车股份有限公司”,同时公司住所变更为济南市党家镇南首,主营范围则彻底退出洗衣机行业,转为重型汽车及零配件的生产与销售。

四、整体上市相关问题探讨

为什么这几家公司不约而同的选择了走整体上市之路呢?到底集团整体上市有什么好处,这种模式对解决当前我国上市公司普遍存在的股权割裂、关联交易等问题有何借鉴意义,这种模式是否可以被其他公司所广泛复制和效仿呢?

(一) 集团整体上市的意义:

1、改变政府的资源配置方式,用市场化的方式例如股权置换和资产置换,更好地解决股权分置的弊端。企业部分资产改制上市虽然克服了不经任何剥离整体上市的缺陷,但最大的弊端就是上市后缺乏独立性,控股公司操作上市公司业绩、侵占上市公司利益的现象比比皆是。TCL 虽然是一个先于所控股的上市公司“私有化”的集团公司,但通过换股合并的方式终于完成将上市公司股权全部集中于大股东并取代上市公司上市,为控股上市公司的集团公司整体上市提供了一种创新思路。作为整体上市的母公司换股合并后虽然依然存在非流通股和流通股的分置,但一旦时机成熟,上市公司进入可流通就可以两步并作一步走。这对于解决国有控股的上市公司的体制分裂问题同样具有典型示范意义。

2、能较好解决母公司与上市公司之间普遍存在的关联交易问题,有利于上市公司质量的提高和规范治理。整体上市,对于困扰于关联交易的证券市场来说,不失为釜底抽薪的根本措施。由于无法做到与控股公司的资产、人员、财务“三分开”,大量的关联交易为母公司不断占用上市公司资金和财产提供了方便条件。TCL、武钢以及*ST 小鸭的整体上市方案,从各自不同的角度对长期以来困扰上市公司发展的这一难题提出了具有可操作性的解决思路,有利于母子控股型结构的上市公司从根本上减少关联交易,提高资产质量和整体竞争优势。对于 TCL 来说,整体上市理顺了 TCL 集团和 TCL 通讯的关系,不仅可以较好地避免关联交易、大股东占用资源等国内证券市场的通病,而且可以通过资源整合,体现出集团的采购、生产、研发等能力的协同效应和规模效应,有助于持续、快速推动原有主营业务发展。

3、整体上市本质上是旨在改造上市公司质量的并购重组。对于母公司资产借壳上市,关键是要看这部分资产的质量和定价,以及为什么上市,上市后怎么办。从目前披露的信息来看,在 TCL 案例中,集团和上市公司盈利能力接近,TCL 集团吸收合并 TCL 通讯并整体上市,对 TCL 通讯可以避免业务单一带来的经营风险,并可得到足够资金支持其移动通信业务,利用 TCL 集团的资源平台得到更大的发展。而对 TCL 集团拓宽资本市场融资渠道、发挥规模效应及协同效应更是意义重大。根据发行新股及吸收合并预案书的说明,TCL 将可拿到 25 亿元的真金白银,这无疑可极大缓解 TCL 集团的燃眉之急。但是,募集资金除投入一些具体特定项目之外,将有 10 个亿专用于战略收购,这样的情况在新股发行中比较少见。就此而言,整体上市究竟是满足集团公司大规模圈钱欲望的提款机还是加快发展的推进器,还得看募集资金的具体使用和效益,有待于这些第一个吃螃蟹的人用自己的行动来回答。

4、整体上市的意义还在于为国有股减持和流通提供了创新思路。TCL 的本次吸收合并采用的权益结合法,体现了对于原上市流通股股东的利益补偿。由于换股价格是按照市场价而非净资产确定的,因此 TCL 通讯的流通股股东在换股中有望获得净资产增值。此方案显然在一定程度上同目前广大投资者的利益意愿保持了一致。这也是 TCL 方案受到市场追捧的最大理由,从而为 TCL 整体上市走向成功铺平了道路。对于正在寻找中的能为大家所普遍接受的国有股减持和流通方案来说,这也许可以说是一种有意义的借鉴。

(二) 整体上市是否能成为趋势?

时下随着 TCL 集团的成功上市,有很多上市公司的大股东对于集团整体上市表示了浓厚的兴趣。这其中最值得关注的就是旗下有 6 家 A 股上市公司和 1 家香港上市公司的“商业航母”上海百联集团。有消息称,百联集团也在准备效仿 TCL 模式,整合旗下上市公司整体上市。那么,TCL 集团整体上市这种模式能否被普遍复制呢?

能否复制要根据视企业具体情况而定,采取这种模式对企业的要求较高,一般看来须