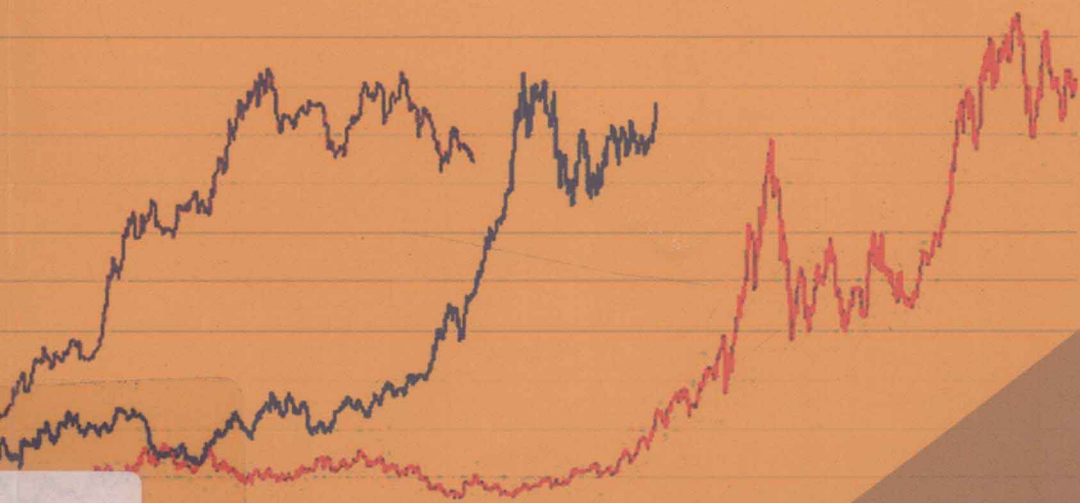


QUANLIUTONG BEIJINGXIA
SHANGSHIGONGSI
GUOYOUGUQUAN YUNZUOYANJIU

全流通背景下上市公司 国有股权运作研究

陈爱东◎著



东南大学出版社
Southeast University Press

全流通背景下上市公司 国有股权运作研究

陈爱东 著

东南大学出版社

· 南京 ·

内 容 提 要

本书围绕在公共财政体制下,适应全流通的制度安排,上市公司国有股权高效运作这一主题,提出了我国上市公司国有股权优化运作的思路,全面系统地分析了我国上市公司国有股权运作的经验及教训,认真研究和客观评价了已有的上市公司国有股权运作的成功做法和不足,积极探索和把握了全流通背景下上市公司国有股权运作的发展趋势,最后结合我国当前国有经济发展的实际情况,批判了私有化的运作观点,运用公共财政理论和现代企业等理论,从资源配置和价值管理角度,构建了我国当前国有上市公司股权运作的指导思想、战略目标、具体路径。

图书在版编目(CIP)数据

全流通背景下上市公司国有股权运作研究/陈爱东
著. —南京:东南大学出版社,2010.10
ISBN 978-7-5641-2435-9

I. ①全… II. ①陈… III. ①上市公司—国有企业—股份制—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 178143 号

全流通背景下上市公司国有股权运作研究

出版发行:东南大学出版社出版
社 址:南京四牌楼 2 号 邮编:210096
出 版 人:江 汉
网 址:<http://www.seupress.com>
电子邮件:press@seu.edu.cn
经 销:全国各地新华书店
印 刷:兴化印刷有限责任公司
开 本:700mm×1000mm 1/16
印 张:11.5
字 数:230 千字
版 次:2010 年 10 月第 1 版
印 次:2010 年 10 月第 1 次印刷
书 号:ISBN 978-7-5641-2435-9
定 价:24.00 元

本社图书若有印装质量问题,请直接与读者服务部联系。电话(传真):025-83792328

前言

学以致用,是笔者一直提倡的经济学学习和研究的基本理念。由于过去的工作经历主要是管理和运作上市公司股权,加之个人的研究和实践偏好,笔者多年来非常关注该领域的变化,也公开发表过个人的心得,并以此进行了投资检验。比较欣喜的是,2005年以来的证券市场的制度大变迁,基本上印证了笔者的观点,研究的成果也被一些地方国资委所采用,个人的投资实践也小有收获,基本实现了笔者与时俱进、研以致用的目的。

本书的基本构想是在2004年底。当时笔者刚刚考取西南财经大学财政学博士,时临我国公共财政制度的变迁和证券市场重大的历史性制度改革的前夜,上市公司国有股权资产这一特殊的公共产品应如何高效管理和运作,使其满足公共财政的基本要求,让上万亿的国有资本产生更多的国有资产收益,并在政府资源配置和财政调控中发挥更大的作用,便成为笔者开始思考的课题。反反复复多次易稿,经过3年的研究终于在2007年形成了博士论文初稿。博士论文答辩后,笔者又以此为基础,以重点研究西藏上市公司为例,进行了西藏民族学院院级重点课题的申报,在学院的支持下,2年后完成了课题研究,并通过了西北大学专家组的验收,在历经1年的完善后形成了现在的专著。

本书的创新主要体现在以下方面:

第一,提出了全流通时代上市公司国有股权运作的新路径——“国退国进”模式。在分析过去理论界以“国退民进”运作为主的研究基础上,基于全流通的制度变迁,提出了全流通时代上市公司国有股权运作的新路径,即“国退国进”,并对这两种路径给出自己的定义和认识,把前者归纳为国有资本外延式调整,后者归纳为国有资本内涵式资源整合。

第二,比较深入地研究了公共财政和上市公司国有股权的关系。认为高效进行上市公司国有股权运作是发挥公共财政职能的要求,价值上万亿、覆盖全国各行业和地区的国有上市公司股权,完全可以在公共财政中发挥调节等重要作用,如在解决当前资金流动过剩问题方面,国有股权可以根据情况,减持部分国有股,增加市场供给,抑制市场过度投机等,成为公共财政体制中政府调节经济的有效工具。同时,上市公司国有股权运作的效果不但会影响国有资本经营预算,而且还会影响资源配置和社会稳定,高效进行国有股权运作有利于实现其公

共财政职能。

第三,按运作的宏观、中观、微观层次,细分了上市公司国有股权运作的基本目标,提出了国有上市公司股权新的收益追求目标——股权价值(股价)长期增值。过去理论界基本是把国有股权运作目标归纳为效率和效益目标,层次不太明显,忽视国有股权在股票市场的价值(价格)。本书从全流通的视野,把国有股权的运作新分为5个层次,增加了长期市场价值增值的目标和社会责任及和谐目标。这为各级国有资产管理部門在全流通背景下,具体确定国有上市公司国有股权运作方案提供了全方位的借鉴。

第四,提出了要以动态价值管理观来进行国有上市公司股权运作,当前中国国有经营性资产增值的有效途径在于资产证券化的观点。全流通时代给上市公司国有股权运作带来了新机遇,国资管理部门要抓住我国步入资本时代这一历史机会,大力推行“国退国进”,改过去被动的保值增值为积极、主动的增值再增值。

在本书写作过程中,尤其是后期的完善工作中,西藏民族学院部分同事参与了有关章节的写作,其中,杨西平处长、副教授写作了第四章第二节、第七章第一节;夏阳副编审写作了第二章第三、第四节和第三章第一节;唐静会计师写作了第二章第二节;张黎讲师、谭天明讲师写作了第三章第五节。

本书还得到了西藏民族学院主管科研的王学海教授、副院长,科研处陈立明教授、处长,财经学院毛阳海教授、院长以及东南大学出版社的支持,正是他们的大力支持才促使了本书的顺利出版。西南财经大学税收学研究生冯倩、金融学陈之阳,西藏民族学院研究生贺艳霞、高慧敏也参与了书稿的校对、资料整理和部分章节图表的编制等工作。同时,本书在写作中参考了相关论著、资料,在此一并感谢。

由于作者水平有限,加上部分内容是整理前期的研究结果,书中疏漏之处在所难免,恳请读者斧正。

作 者

2010年7月6日

目 录

绪言	(001)
1 导言	(004)
1.1 研究目的和意义	(004)
1.2 结构安排	(007)
1.3 研究方法	(009)
2 上市公司国有股权运作理论基础	(011)
2.1 上市公司国有股权运作的宏观理论基础	(011)
2.1.1 公共财政和上市公司国有股权运作关系	(011)
2.1.2 我国上市公司国有股权运作的宏观政策理论分析	(016)
2.1.3 国有经济控制力提高理论	(020)
2.2 上市公司国有股权运作的微观理论基础	(021)
2.2.1 证券市场财富放大理论	(021)
2.2.2 治理结构溢价理论	(022)
2.2.3 委托—代理理论	(022)
2.2.4 企业产权理论	(024)
2.2.5 公司治理理论	(025)
2.2.6 股权结构理论	(029)
2.2.7 上市公司社会责任理论	(034)
2.2.8 微观股权运作理论综述	(036)
3 股权分置时代我国上市公司国有股权运作模式分析	(038)
3.1 股权分置的定义及缺陷	(038)
3.2 上市公司国有股权运作的一般规定及评价	(040)
3.2.1 国有股权转让的相关政策	(040)
3.2.2 政策评价	(042)
3.3 上市公司国有股权转让主要形式分析	(043)
3.4 上市公司国有股权转让的主要特点	(049)
3.5 对股权分置时代上市公司国有股股权运作的反思	(051)
3.6 结论	(055)

4 股权分置改革与上市公司国有股股权运作	(056)
4.1 股权分置改革的含义、理论依据及意义	(056)
4.2 股权分置改革对国有上市公司股权运作带来的影响	(058)
4.2.1 股权分置改革与国有股权的辩证关系	(058)
4.2.2 全流通时代对上市公司国有股权运作带来的挑战和机遇	(059)
4.2.3 股权分置改革对国有上市公司完善治理机制的影响	(063)
4.2.4 股权分置改革后国有上市公司股权运作新格局	(066)
4.3 全流通时代国有上市公司大股东利己行为研究	(068)
4.3.1 “隧道效应”理论	(068)
4.3.2 国有上市公司大股东的效用函数分析	(069)
4.3.3 国有大股东行为利己行为的市场影响分析	(072)
4.4 全流通时代国有上市公司大股东买卖股票行为剖析	(074)
4.4.1 减持股票目的分析	(074)
4.4.2 减持行为分析	(076)
4.5 全流通时代国有上市公司高管行为趋势研究	(076)
4.6 全流通时代国有上市公司股权激励运作面临的机会	(078)
5 全流通时代各级国资委对上市公司国有股权运作的探索	(081)
5.1 中央国资委对国有股权的规范管理和实践	(081)
5.1.1 国有股权的规范管理	(081)
5.1.2 微观实践	(083)
5.2 地方政府关于上市公司国有股权运作管理及实践	(084)
6 全流通时代上市公司国有股权运作的路径设计	(099)
6.1 全流通时代上市公司国有股权运作的指导思想	(099)
6.2 全流通时代上市公司国有股权运作的主要目标	(100)
6.2.1 宏观战略目标	(100)
6.2.2 微观制度优化目标	(101)
6.2.3 经济目标	(102)
6.2.4 社会责任及和谐目标	(103)
6.2.5 小结	(103)
6.3 全流通时代国有上市公司股权运作的管理	(104)
6.4 全流通背景下国有上市公司股权运作的案例分析	(105)
6.5 全流通背景下国有上市公司股权运作的路径选择	(107)

6.5.1	构建高效的国有股权监管体系	(107)
6.5.2	推行国退国进,引导并购重组,做大做强上市公司	(108)
6.5.3	有选择性地参与上市公司股权投资,谋求投资高回报	(114)
6.5.4	完善公司治理机制,提高公司治理水平	(115)
6.5.5	建立国有上市公司日常经营行为监管体系	(117)
6.5.6	积极稳妥引导国有上市公司实施股权激励	(118)
6.6	结束语	(119)
7	以西藏上市公司国有股权运作为例的实证分析	(121)
7.1	西藏现有国有上市公司基本情况	(121)
7.1.1	西藏矿业股份有限公司概况	(121)
7.1.2	西藏天路股份有限公司概况	(122)
7.2	全流通时代西藏上市公司国有股权运作状况	(123)
7.2.1	西藏自治区政府关于西藏国有股权运作的总体精神	(123)
7.2.2	西藏矿业公司国有股权运作实践	(124)
7.2.3	西藏天路公司国有股权运作实践	(125)
7.3	运作效果的实证分析	(127)
7.4	西藏上市公司国有股权运作路径不同角度的探索	(128)
7.4.1	浅析西藏国有上市公司社会责任水平	(128)
7.4.2	全流通背景下西藏上市公司可持续发展问题研究	(135)
7.4.3	公共财政体制下西藏上市公司国有股权运作的思考	(143)
附录一	甘肃省关于上市公司国有股权转让的规定	(152)
附录二	国务院关于试行国有资本经营预算的意见	(157)
附录三	关于规范上市公司国有股东行为的若干意见	(160)
附录四	国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法	(162)
附录五	深圳证券交易所上市公司社会责任指引	(170)
参考文献		(174)
后记		(176)

绪 言

随着我国公共财政体制的逐步建立,上市公司国有股权资产这一特殊的公共产品应如何高效管理和运作,使其满足公共财政的基本要求,让上万亿的国有资本产生更多的国有资产收益,并在政府资源配置和财政调控中发挥更大的作用,便一直成为理论界和国有资产管理部門关注的课题。由于缺乏战略性、系统性和前瞻性的研究,加之股权分置的制度缺陷,我国上市公司国有股权的运作路径长期单一、管理体制落后,不仅没有实现国有资本的高收益,实现资源的高效配置,而且成为证券市场健康发展的瓶颈,国有资本预算也得不到落实,实践中更是出现国有资产流失等诸多问题。

反思 10 年来我国上市公司国有股权运作的主要思路 and 具体运作模式,可以得出这样一个结论:国有上市公司的股权运作,不能简单地视为国有股权应该逐步转让给民企;甚至误解公共财政与国有上市公司股权运作的关系,主张大面积私有化,把中央对国有经济的战略性重组精神狭隘理解为国有经济的“不为”调整,认为上市公司国有股权运作的模式主要是实行以净资产为基础的静态保值增值和以“国退民进”为主体的股权转让加资产重组。本书将其归纳为上市公司国有经营资产外延式的调整,认为该模式在短期内能够增加财政收入,静态保值国有资产,我国前期国有资产运作理论也多是以此为基础。但在全流通时代,原有的国有股权运作背景发生了重大的制度变迁,在新的制度下,国有股权的作价基础发生了巨大变化,衡量国有股权的价值不再是静态的公司净资产,而是公司股票的价格,过去的净资产考核目标基本没有意义,上市公司国有股权的资源价值更加突出,股权的稀缺性更加明显,参与经济的调控性更加显著。同时国有股权运作思路还要从有利于社会资源配置、稳定发展经济、实现充分就业、壮大国有经济的整体竞争力、提高国有经济的控制力等全局高度,重新进行战略性构造。因此国有股权的运作不但要“有所为”,而且要积极“必为”,通过国有上市公司这一资本运作平台,在国有资源整合中,在股权运作上,推行“国退国进”。即在全流通背景下,利用证券市场财富倍增效应,在国有经营性资产范围内,进行股权转让,大力推行国有资产证券化,通过国有资本的并购、重组,让国有上市公司成为国有优质资产的集中地。本书将该运作模式定义为上市公司国有经营资产内涵式调整。

本书围绕在公共财政体制下,通过适应全流通的制度安排,实现上市公司国有股权高效运作这一主题,提出了我国上市公司国有股权优化运作的思路,全面系统地分析了10年来我国上市公司国有股权运作的经验及教训,认真研究和客观评价了已有的上市公司国有股权运作的成功做法和不足,积极探索和把握了全流通背景下上市公司国有股权运作的发展趋势,最终结合我国当前国有经济发展的实际情况,批判了私有化的运作观点,运用公共财政理论和现代企业等理论,从资源配置和价值管理角度,构建了我国当前国有上市公司股权运作的指导思想、战略目标、具体路径。

在结构内容安排上,全书共分7章:

第一章是导论,介绍了课题研究的意义、理论工具、研究方法、研究思路及全书的结构。

第二章主要是阐述了有关影响上市公司股权运作的基本理论,强调在我国建立公共财政体制的今天,发展壮大国有经济仍有必要性,要正确理解国有资本运作的“有所为、有所不为”,驳斥了上市公司国有股权全盘私有化等错误观点,提出国有资本要根据上市公司具体情况实行“有退有进”、“以退为进”,充分竞争性领域也可以支持本身有竞争优势和盈利能力的企业做大做强。同时,根据证券市场的财富增长理论,从全流通的视野,认为目前国有上市公司股权具有稀缺性,是全国国有资源资产证券化的宝贵平台,主张在上市公司国有股权运作上,进行积极的“国退国进”。最后,通过公司委托代理、内部治理、股权结构等关系及国有上市公司股权微观运作效果的基本理论,综述了目前我国国有上市公司的内部治理和股权结构状况研究成果,得出了全流通后国有上市公司的价值与公司治理水平非常相关,公司股票价格可以产生治理溢价,完善国有上市公司的整体治理机制,是国有股权运作微观层次增值的需要。

第三章对股权分置这一制度约束下的我国上市公司国有股权运作的政策、主要方式、运作特点等进行了分析,找出运作效果不佳的原因,反思其缺陷和不足。

第四章对全流通这一重大制度变迁对上市公司国有股权管理和运作带来的机遇和挑战进行了分析。同时,对涉及国有股权运作的有关问题,如国有大股东利己的“隧道效应”、二级市场买卖股票的利弊、股权激励与经理人股权寻租等新出现的现象和可能行为进行了研究。

第五章提出了上市公司国有股权运作的指导思想、战略目标、有效措施。主张应充分发挥国有企业之间的并购重组作用,把国有上市公司作为国有资源调整、做大做强、价值增值的平台,与时俱进(我国已进入资本时代),把过去的以“国退民进”为主的运作战略转变为以“国退国进”为主。国有股权运作必须达到

四大目标：宏观战略目标——战略性布局国有资源、实现国有资源的高效配置，提高国有资本的控制力；微观制度优化目标——建立真正的现代企业制度，形成有效约束和激励并重的机制，同时优化股权结构，全面提高公司治理水平；经济目标——满足国有资本经营预算的要求，给股东创造最大回报，实现股权市场价值长期稳定增长；社会责任及和谐目标——为建立和谐社会承担责任。

第六章是对全流通时代我国各级政府在上市公司国有股权运作方面的理论与实践进行了综述。

第七章是专题分析西藏上市公司国有股权运作的历史、现状、现在应该选择的运作模式及将要实现的目标。收录了笔者近4年发表的关于西藏上市公司国有股权运作的各个方面的论文。

1 导 言

1.1 研究目的和意义

自我国证券市场产生以来,国有上市公司的股权运作,一直成为经济界讨论的热点。但受制于旧有上市公司股权分置的制度缺陷,即“同股不同权、不同利”的制约,上至国家国有资产管理委员会,下至各省、市地方政府以及相应的国有资产管理部門,在涉及上万亿的国有上市公司的资产管理方面,只能按照静态的企业净资产价值进行目标单一的“保值增值”管理。在对效益不好或属于充分竞争性领域的国有控股上市公司的管理优化途径选择上,基本上是进行简单的国有控股权的转让。长期以来,国家最高国有资产管理部門对国有上市公司的股权转让虽然实行了集中审批管理制度,但唯一坚守的原则就是“国有股权每股净资产转让价不得低于企业经审计后的最低的每股净资产”。这种简单的“一卖了之”的国有上市公司股权管理做法,在股权分置时代,确实颇显无奈。由于国有股属于非流通股,不能在二级市场上流通,国有股权的增值只能是每股净资产的增加,上市公司的效益好坏,影响最大的是公司股票在二级市场的价格,最大受益或受害者是公司的流通股东。所以,基于短期提高财政收入的目的和“搭便车”效应,各个层次的地方政府都热衷于“国退民进”,大搞“国有股权民营化”,无论是企业盈利前景好的国有上市公司还是已经资不抵债的国有上市公司,都在“不低于每股净资产”的管理原则下,进行着真真假假的“股权优化管理”。令人遗憾的是,经历了粗放式的、一刀切式的国有股权大转让浪潮后,实证研究证明,80%以上的国有上市公司股权转让后的资产管理并不成功。虽然国有股权的转让令当地政府获得了一笔数目不小的股权转让金,并且在静态上实现了国有资产的保值增值,但随后的虚假资产重组,却给国有银行等留下了沉重的不良债务,可谓得不偿失。

由此看来,我国国有上市公司的股权运作不能一味照搬西方新制度经济学家科斯等人声称的“私有化最优论”来进行,而应该探索与我国现实相结合的特色之路。2005年度以彻底解决我国上市公司股权分置为核心的证券市场制度进行了变迁(简称“股改”),它不仅对国有上市公司的治理和监管提出了新的要求,

而且也对原有的国有资产管理体制提出了新的挑战。正如2006年7月17日上海证券交易所总经理朱从玖在“中国公司治理指数国际研讨会”上所说的:“全流通的市场环境对上市公司治理带来了新的挑战,国有资产管理的改善成为我国上市公司治理改善的关键问题。通过优化国有资产管理来改善我国上市公司的治理,将成为重要的课题。”包括国资委和证监会的有关领导也多次表示,解决了股权分置,上市公司国有资产管理将面临许多新的挑战 and 要研究的问题。由于笔者曾长期在国有上市公司从事国有资产管理工作,且在西藏自治区政府上市公司资产重组领导小组进行过具体的国有上市公司股权运作工作,深刻意识到国有股权运作非常重要,加之平时十分关注国有上市公司优化管理领域的动向,因此在国家大刀阔斧彻底解决上市公司股权分置的制度安排背景下,更加感到这一领域深入研究的现实性和紧迫性。

关于上市公司国有股权的运作,在股权分置的时代,我国经济界比较一致的观点是“国有上市公司股权结构不合理,股权过分集中,不利于股权分散和公司产权独立化,不利于投资主体多元化和形成多元化资产主体制衡机制”(主要代表人物张五常、张维迎);而这种“一股独大”又导致了大股东完全支配公司董事会和监事会,形成公司经营层在日常经营中一手遮天,产生财务造假、虚假公告上市公司重要信息等漠视投资者利益的行为。因此解决国有上市公司效益不佳的最优路径,顺理成章就是国有股权转让了;也由此把较高效益的民营管理机制引入国企,实现较优的资源配置。回顾近五年来的我国国有上市公司的股权管理,基本是照此模式进行的。

事实上,我国上市公司长期两项特殊制度的存在,即流通股份与非流通股的划分以及由此产生的同股不同价现象,对上市公司国有股权的运作产生实质性的影响。可以说,在没有解决上市公司这一特殊制度的情况下,一切关于上市公司国有股权的运作模式,都因制度缺陷而难以有效,是治标不治本。不可否认,国有上市公司的股权结构总体不合理,但在国有股不能流通的背景下,即使国有股权稀释,由于国有上市公司经理层的考核依据是每股净资产,而导致上市公司每股净资产迅速增加的最优途径是上市公司配股或增发融资,所以国有上市公司只要使企业符合再融资的条件,就可以非常轻松地完成国有资产保值增值的目标。据统计,在国有股不能流通的背景下,国有上市公司大股东普遍不重视国有股权的增减,忽视因放弃再融资而导致的股权的稀释。一般来说,各地的国有资产管理部門的基本策略是让上市公司以高于配股前净资产的价格向社会公众股配股,而作为非流通股的国有股选择放弃配股资格,这一过程的最终结果是高于配股前资产价格配股的社会公众股的账面净资产被减少,而放弃配股的国有股东账面净资产权益得以迅速增值。正如金华信托投资公司孙延理在《关于配

股和增发的相关利益关系分析和政策研究》的报告中指出的,“配股方式下,国有大股东选择参与配股,账面净资产有 28.22% 的增长;若放弃配股,则有 33.06% 的账面权益增长”。可见,因同股不同价,上市公司公众股东的价值体现在股价与每股净资产无关,而国有股价值体现在与每股净资产相关而与股价无关。这种特殊制度的长期存在,对上市公司国有股权运作带来了不良后果,一批有高成长性的国有上市公司由于每股净资产不高,在错误的“不低于净资产就可卖”的管理指导思想下,价值被严重低估,导致股权被贱卖,变相出现国有资产流失。2005 年以来,证券市场出现一些上市公司股价大大低于每股净资产的现象,也表明原有的国资管理部门坚守的“转让价格不低于净资产”的防线的崩溃,同时,也给理论界和实际监管部门带来了深思:怎样才能真正有效地运作好上市公司国有股权?股权转让是否就可以实现科斯等宣称的“产权私有、效率提高”?国有上市公司如何借资本市场通过股权运作实现资源最佳配置、实现产业结构合理调整、得到可持续发展?……一系列新问题需要我们去研究。

股权分置问题的解决,是把长期扭曲的特殊制度给矫正了过来,不论是对股市本身,对国企改革,还是对国有资产管理体制来说,都有历史性作用。概而言之作用如下:

一是可以破解产权交易的道德难题。

解决股权分置以后,可以真正实现市场化的价格形成机制,通过市场发现价值。这是证券市场最基本的追求,但在特殊制度时代难以实现。过去的国有股权转让依据的是公司最近账面净资产价值,并不能客观公正地反映国有股的真正价值,转让价格也存在很多人为定价因素,不是市场价格,交易过程和结果容易产生失控和损害国家利益的行为。解决股权分置,国有股权转让即有了高效的交易平台,既可以通过二级市场公开、公平地面向全社会交易,又可以实行市场定价,即根据上市公司市场价格流通,其价格可以高出公司每股净资产,亦可低于公司每股净资产,败德行为将得到有效遏制。

二是有助于我国国有经济的战略性结构大调整。

全流通将使大规模并购成为可能。国有资产管理部門完全可以借助证券市场这个大的交易平台进行一系列的资源配置、优化股权结构、引进战略机构投资者等,达到整合国有上市公司资产的目的。外资、民企也可根据自己的发展战略,通过收购上市公司股权,参与上市公司增发等途径,大举介入国有上市公司管理,全方位参与社会资源结构的组合。

三是将有利于建立真正有效的长期高管激励机制。

解决股权分置,一方面对企业高管实行股权激励有了基础,高管的长期利益直接取决于公司股票价格,取决于公司真正的市场价值;另一方面将有利于改善

过去对国企高管人为的、短期财务量化指标的考核模式。由于全流通时代股价基本比较真实地反映了企业的价值,以股价为主要衡量标准的考核依据,将成为客观评判企业经营发展情况的选择,大股东的利益将直接与公司高管的利益挂钩,并与公司市场价值挂钩。做大做强上市公司,成为国有资产监管部门重点考虑之事,也成为公司高管层长期必须正视之事。

由此可以大致得出这样一个结论:全流通后,国资管理将面临许多新挑战和急需解决的问题,对上市公司的国有股权的运作将不再是“国退民进”式的单纯卖股了之,而要转变到如何提高国有上市公司可持续发展能力,借助资本市场来完成国有资产的最优配置,通过资本运作来完成国有股权市场价值的大幅提升。这也是本专著力图研究解决的内容。

尽管这一问题的研究,国内外都有过众多的论述及成果,但总体来看,大部分是涉及国有股权结构的制度安排,并且研究时间大都在股权分置时代,真正深度研究后股权分置的文献非常少。正如笔者在书中前文所总结的,无论是以科斯为代表的新制度经济学家或以张维迎等为代表的国内产权经济学家,他们所倡导的国有股权管理理论并不适合我国现阶段的上市公司国有股权运作,实践已证明成效低微;至于现阶段的国有上市公司的股权运作理论,也因为股权分置的正在进行,还停留在探索阶段。对全流通后如何有效进行上市公司国有股权运作,国资委正在考虑推出国有股权运作的相关政策(在本书完成时,国资委已经出台了部分管理办法,具体内容见附录),从本人搜集的文献资料看,目前理论界仅限于全流通后的并购价值等方面的研究,缺乏系统性的国有股权优化管理的研究成果。本书的研究正是力图弥补这些不足,力求揭示全流通后国有股权面临的新机遇并提出高效运作和监管对策。

本书有极强的现实性,其研究成果也将对我国上市公司国有股权管理有较强的指导意义,并希望有一定的实用价值。

1.2 结构安排

全书分为两个部分。

第一部分由第1、第2章组成,是本书的立论部分。

第1章主要包括:课题研究的意义;理论工具、研究方法、研究思路;专著结构。

第2章主要是阐述国有股权运作的相关理论。分析了在我国建立公共财政体制的今天,发展壮大国有经济仍有必要性,驳斥了国有股权全盘私有化等观点,提出国有资本要根据上市公司具体情况实行“有退有进”、“以退为进”,充分

竞争性领域也可以支持本身有竞争优势和盈利能力的企业做大做强。为了提高国有经济的使用效率,更需要有选择性的做大做强行业龙头国有企业,让其平等地参与市场竞争,通过资本市场,提升国有股权的市场价值,这样才符合大多数人的利益,也才可能增加财政收入,履行好公共财政的职能,满足人民日益增长的物质文化的需要。对于如何正确理解国有股权运作“有所为,有所不为”,书中批评了把国有股权运作简单私有化的观点,提出了自己的看法:公共财政体制下国有股权不是只退不进,要围绕是否有利于社会资源配置,有利于国有股权长期增值来统筹规划。同时,根据证券市场的财富增长效应,从全流通的视野,认为目前国有上市公司具有稀缺性,是全国国有资源资产证券化的宝贵平台,主张在上市公司国有股权运作上,进行积极的“国退国进”。

由于全流通后,国有上市公司的价值体现为市场价值,而判断一个上市公司是否有投资价值,一方面取决于公司的盈利能力和成长性;另一方面取决于公司的内部治理结构。美国经济学家认为,治理结构优良的上市公司股价将大大溢价。因此上市公司国有股权运作的重要环节就是提高公司治理结构,这就需要分析现代企业产权结构和治理理论。同时,上市公司国有股权监管是委托代理理论的实践,离不开委托代理理论研究。本书将运用上述理论,找出我国上市公司提高内部治理机制、改善公司股权结构、优化公司经营监管的理论依据。

第二部分由第3~7章组成,是全书的实证分析部分。

第3章对股权分置下我国上市公司国有股权运作的政策、主要方式、运作特点等进行了分析,找出其运作效果不佳的原因,反思其缺陷和不足,并得出结论:在我国上市公司二元股权结构这一根本问题未解决之前,国有股权运作(主要是通过场外交易途径向民营企业转让国有股权)不仅难以收到应有的效果,而且国有股在转让的过程中还存在着有违“三公”交易原则、国有资产变相流失、严重侵犯社会公众股东的利益等问题,为我国证券市场的持续健康发展带来隐患。之所以国有股转让会出现诸多问题,最根本的原因在于国有股与流通股的同股同权不同价,因此,上市公司国有股权管理要真正达到国有资产合理布局、公司治理水平提高、效益不断好转等目标,必须进行制度变迁,进行股权分置改革。同时,由于国有上市公司高管层缺乏公正、公平激励政策,热衷于短期行为和搭便车,管理效率低下;国有上市公司大股东因自身利益与上市公司不一致,热衷于占用上市公司资金、资产,损害中小股东利益,把上市公司作为提款机等,国有股权运作整体处于效率低下的状况,国有股权总体回报率低、没有得到较好的增值。

第4章从股权分置这一全新的视野,分析了制度变迁背景下我国上市公司国有股权运作面临的挑战和机遇。该章首先分析了股改这一重大证券市场制度

变迁的意义以及股权分置后上市公司国有股权运作价值取向的重大转变和国有资产管理部对上市公司国有股权运作面临的挑战和机遇。随后,分层次讨论了全流通时代,上市公司大股东基于自身利益可能采取的利己行为,公司经营层基于自身利益可能采取的利己行为,同时对股改一年后,国有上市公司大股东在二级市场的对国有股票的买卖现象进行了分析,分别提出了自己的看法。

第5章提出上市公司国有股权运作路径较优的选择。针对全流通时代国有上市公司股权运作存在的重大机遇,提出了国有股权运作的指导思想和目标,在此基础上,主张当前各级国有资产管理部要摒弃“国退民进”的不合时宜的观念,要与时俱进,抓住我国当前步入资本时代的良好机会,充分利用大量国有非上市公司的优质资源,实施大规模的资产证券化,进行“国退国进”。即在各省市国有资产系统内,优先对国有资源进行内部整合,把业绩不好的国有上市公司的控股权转让给业绩好的、有竞争力的、符合国资发展战略的非国有企业,积极采用对国有大股东或国有其他战略投资者定向增发等新融资方式,推动国有大集团整体上市或并购其他国有非上市企业的优秀盈利资产,达到短期迅速优化公司股权结构、提高国有上市公司经营业绩、促使公司股票价格大幅度上扬、国有股权市值最大化的目的。同时,为保证国有上市公司的质量和可持续发展,规范大股东买卖股票等投资经营行为,提出了监管上市公司的整体思路以及完善公司治理机制的对策。

第6章是笔者根据申报的课题,专门以西藏上市公司国有股权运作为例来进行的专题研究和实证分析,也用于验证笔者的理论是否有现实性和借鉴性。

第7章是笔者近年来关于该课题的部分公开发表研究成果的展示,也是让读者进一步了解专著在实际应用中的整体思路。

1.3 研究方法

本书的研究主要采用规范分析和实证分析相结合的方法。

上市公司国有股权运作在第一个层次涉及规范分析中的“应该”和“不应该”的问题。即在全流通的大背景下,部分上市公司国有股是“应该”像过去那样一卖了之,彻底“国退民进”,还是“不应该”走老路,选择新的提高国有股价值的路径?“应该”和“不应该”就是规范的表述,属于规范经济学研究的内容。其中有股权分置时的国有股的运作模式为什么效果不佳;是什么原因导致的;全流通为什么有利于国有上市公司提高治理结构,改善企业经营业绩;国有上市公司为什么有积极性进行自主性的内部资产注入;资产置换后国有股的价值是大幅度提高还是减少等等问题,需要对上市公司国有股运作模式的效果进行实证分析。