

國有股減持與機構投資者角色

企業管治



何順文

在短短十年間，中國股票市場規模在亞洲現已排名第三，居於日本和香港之後；但與世界其他市場最明顯不同，就是由政府及法人擁有的非流通股份，佔了整個中國市場總市值超過三分之二，而其他市場的所有掛牌股份皆為流通性，可作自由買賣。

國有股高度集中及政府作為控股股東，是中國上市公司管治發展的最大障礙。政府因其他政治及社會因素考慮，有時不會以最優化公司價值為首要目標。例如為了減低失業率及支持國家的整體發展，政府將指令國營銀行貸款了一些短期虧損、欠款效率低的國企，而不會考慮該企業的業績和還款能力。政府同時作為大股東、監管者及執法者，要面對很多不同的利益衝突，也是造成過在極少小股東能成功控住上市公司不是為其原因之一。

另外，由於新股往往溢於於票面價發行，小股東要比政府付出更高的成本擁有相同的股份；國有股個人股雖成本及風險不同，但卻享有同樣的股利和投票權。由於大股東和小股東的待遇不一樣，製造了他們的潛在利益衝突。大股東為了母公司或經理人員本身利益，有欲因從事犧牲性或或小股東利益的關連方面內部交易活動。一些國企不理小股東的反对，強行發行可轉換債券就是一個好例子，結果導致攤薄了小股東（包括機構投資者）權益，也可能引致股價下挫。

出售國有股的經驗及新方案

不少學者曾研究內地上市公司股權結構與公司業績（或價值）的關係。大多數發現國有股比例與企業業績指標（如資產回報率及股價）存在負相關，但企業又有較多的法人股或機構投資者股份，卻傾向有較佳的業績，這主要是因為法人組織較能發揮對企業經營的角色，確保股東的利益獲得照顧。另一方面，不同研究可核實個人股份比例與公司業績無任何顯著關係。這些結果顯示政府持有股和開發更多機構投資者入市流通的重要性。

事實上，中國政府一直有計劃逐步把國有股轉為個人或機構投資者擁有的流通股，以能更公平對待不同股東，讓更多投資者能對管理層作出監察。這做法有利全面淨化A股的市盈率，並可

籌集足夠資金，讓更多國企重組改革。在這個轉讓過程也可令政府套取資金，作其他社會發展用途。長遠地，中國的資本市場也可更健康地成長。

但由於國有股成本較低，如大量以市價出售和流通，將損害小投資者的利益，甚至引起一些市場震盪。(二〇一一年六月，國務院首次推出減持方案，其後股市反覆下挫了四成，在小投資者抗議下，中國證監會在二〇一一年十月宣布，暫停出售國有股計劃，並公開徵求減持的新方案，引起了全國的熱烈討論和關注，也同時產生了一些謠言和混亂，影響了其後一年多的市場表現。因此，這個「私有化」轉化步伐在近年已慢下來。

事實上，過去中央政府嘗試出售部分國有股予民企或外資企業。近年亦有學者和專家提出其他不同的方案：一、透過洽商或拍賣以接近或低於資產淨值把股份直接轉讓給有關企業的管理人員（即所謂MBO），但因很多小股東覺得以資產淨值出售股份給第三者，而他們卻要以較高市價在市場購入股份，這個方法引起了不少爭論；二、把國有股以其淨資產價值出售給現存小股東，作為對小股東的補償；三、透過合併，把需股國有股等同，股流轉股，以提高每股資產淨值，並以市價出售；四、免費轉讓給現有小股東或以資產淨值作大折價出售。但到日前中央政府仍未有進一步宣布將來減持方案之一。



以折價償還國有股予小股東，是考慮中的國有股減持方案之一。

持國有股的方法和時間表。隨著中國的入世，登計境外人士購買國有股和法人股的政舉，已作修改。內地經濟持續增長及市場規模較成熟，加上國企業界不斷改善和在港上市的國企股近期交投甚活躍，很多人都認為，為了中國股市的長期發展，中央政府應趁勢加快減持國有股，或者最少制訂一些減持的大原則，如減持總額和如何向流通股股東作補償，以及一個較清晰可行的時間表。

筆者與中大MBA學生曾作分析，認為未來的減持計劃應及取過往經驗，分階段進行，短時間內大幅出售國有股將產生無可避免的市場震盪。證監會可先行放逐一些合適行業或企業以大幅折讓價出售給小股東，特別是機構投資者，如讓買者可享有帶紅市場，才進一步出售更多股份。事實上，權政府大股東利益以提高小投資者保障，一直是中國政府近年追求的政策。

引入機構投資者具策略意義

相對地，筆者對大量轉讓國有股給第三者如民企、外資企業家，或有關上市公司管理人員等方法有所保留。出售國有股給第三者而非原有小股東似乎對後者並不公平，也會令困難層得更複雜。在眾多減持方案中，把國有股轉讓給機構投資者有具策略性的意義。目前在內地有約六千五百萬個小投資者，約佔總人口百分之五，香港的比例約為百分之十八，但具規模的投資機構投資者卻很少。二〇〇〇年中國證監會公布了一套關於開放投資基金

的試驗措施，以規管機構投資者及促使其更積極參與監管上市公司及提升其管治水平；又在二〇〇一年年底，證監會與中國人民銀行聯合頒布了對合格境外機構投資者（QFII）購買投資基金的暫行措施，批准境外外資公司、證券公司及商業銀行投資內地A股市場。集合了個別投資者的資金並作為他們的代表，機構投資者亦可扮演保障小股東利益的角色外，其專業市場研究和分析活動亦可提高內地股票市場的效率。如機構投資者數目不少，他們相對小投資者交易易取價格優勢後，而這些資訊不對稱，令機構投資者可操縱股價及令市場出現波動，但當有相當數目的機構投資者持股時，他們之間可作出互相監督和制衡，令市場更為理性及穩定。當然，機構投資者亦應注視和不斷改善其本身的內部管治。