

31/12/2011 - 1/1/2012

# 減低持股改良國企管治

現代資本市場上，歐美的大型上市公司，控股股東通常以比較低的持股比例來控制、管理企業，以小博大放大資本影響力。普遍而言，在上市公司中，控股股東持股比例超過30%的企業已不多見。

在英美等資本市場高度發達國家，像IBM、微軟、GE這樣巨型上市公司，股份更是高度分散，大股東的持股比例都不到10%，甚至不到%。香港本地的家族企業由於家族控制原因，控股股東的持股比例略高一些，但也就是在40%左右，比如李嘉誠的長實系、和黃系。

## 國家持股比例偏高

低比例持股的控股結構大幅度放大了企業資本槓桿和企業家的管理槓桿，突顯了市場在社會資源配置和提高管理效率方面的能動性和驅動力。而在全球大型上市公司大股東持股比例普遍較低的情況下，內地的上市國企，尤其是金融、石油、電信、電力的中央企業，國有持股比例都超過50%，其中中國石油、中國石化、工商銀行、中國神華、中國移動等，國有大股東的持股比例甚至都超過70%，就顯得獨特而另類了。

內地上市國企的國有股東控股比例普遍偏高，有其歷史必然性和合理性，也是多重中國特色的因素所致。但是，政府維



■中國石油十年前上市時市值為一百五十億美元，如今達到二千多億美元。  
(新華社圖片)

持如此高的控股比例，是否是對國有資源的一種浪費，是否降低了這些國企的公司管治水平，不無探討的必要。

事實上，「絕對控股」主要是一個會計概念，即控股50%以上的股權可以將財務報表合併到母公司。但是，把這樣一個並表的概念等同於國有資產的絕對安全，甚至和國家安全聯繫在一起，顯然一種過於狹隘的認識。

即使在涉及自然資源和國防安全的一些核心企業，需要考慮控股安全，但是仍未必需要持股51%以上。在公司現代企業管治構架中，很多上市公司都通過公司章程設立保護機制來維護大股東的利益，比如可以通過設立Veto Rights、Golden Share、Poison Pill等計劃。事實上，作為上市公司，如果大股東控制30%左右的股份，外在的敵意或惡性收購就很難發生。

單從財務層面來看，即便是政府持股比例在30%左右也是安全的，不用過分擔心國有上市公司被收購的風險。以中國石油為例，其市值超過2000億美元。按照公司法和上市收購規則，潛在的收購者要達到和國有大股東持股相當的30%股權，需要投入超過600億美元。而一旦超過這個比例，就將觸發全面要約收購。在財務上，它必須準備和市值等同的2000億美元來收購，而這還未考慮20%到40%的慣常收購溢價。縱觀世界資本市場，除了國家主權基金有力也不能為外，在企業層面幾乎沒有可能。

過去20年中，在上市融資的助推下，內地上市國企在市值和盈利規模方面都獲得了10倍以上的增長。許多上市國企都成為全球市值排名靠前的企業。例如，十年前，中國石油上市時市值為150億美元，如今達到2000多億美元。

## 國有股轉為社保持有

通過大規模降低持股比例，提高控股效率的空間十分巨大。根據市值估算，從目前普遍的50%—80%的持股比例減持到30%，在仍保持國有控股的情況下，政府有望套現35萬億到45萬億元人民幣。

降低國有股控股比例和成本，將主要通過資本市場來實現，這無疑將對內地資本市場帶來巨大震盪。這個過程不可避免，但是方法可以創新，以儘量減少國有股減持對資本市場的壓力。其中一個方法是，大規模將國有持股劃轉為社保基金持有。作為擁有者，社保基金擁有的將是以分紅權為主的優先股——持股不控股。

2009年6月，國務院明文規定，境內新上市國有企業需將其新上市股份的10%劃轉全國社會保障基金，則是一種積極的嘗試。但是，應提高其劃轉比例，並將這一做法推廣至已上市公司。改善公司管治基礎的同時，解決全國性的社會保障體系，包括養老和醫療保障體系。而隨着國有企業控股比例的大幅度降低，政府和企業的關係將進一步釐清，從而實現上市國企公司管治的根本改良。

李元莎為美國麻省大學商學院助理教授  
何順文為澳門大學副校長兼教授

CEO Property Agency Ltd.  
大老闆物業

公司電話 2855 027939

新年快樂

已批則酒店地  
遊輪碼頭側

地盤約3,300呎

可起72間房

罕有筍盤

平售\$1.25億

黃先生 9788 9848

TEL: 2850 8778