

表1 上海石化股改进程表

股改阶段	股改时间	股改对价方案
第一次启动	2006.10	10送3.2股
第二次启动	2007.12	10送3.2股；承诺中国石化72个月不减持
空档期	2008.1-2013.5	
第三次启动	2013.6	10送5股；承诺非流通股上市6个月内，董事会审议的以资本公积金每10股转增不少于3股；承诺股改完成后继续支持其后续发展，并将其打造为今后相关业务的发展平台。

“现金流为王”的经营原则是相辅相成的，缺一不可。始终保持自由现金流为正，是和记电讯决策投融资规模的根本出发点。电信企业在产品经营和资本运营的联动过程中，应该奉行“现金流为王”的基本原则，保证现金流的稳定，提高资金的管理和使用效率，从而最终实现企业的可持续发展。

3. 积极培育学习型的价值文化。企业要想保持稳定快速的成长，须从根本上建立适应企业快速发展的企业文化，从根本上支撑起企业的价值创造、价值实现与价值经营。和记电讯在成长和发展过程中，非常注重以价值为核心的学习型企业文化的培养，高度关注资本市场和投资者。因为上市传递着企业价值最大化的管理理念，资本市场会一直向企业传递价值理念，同时更加透明的信息披露，也能够促使企业不断增加价值，并逐步从收入、利润导向向以现金流、企业价值导向转变。故我国企业尤其是作为大型上市公司的电信企业，应时刻以价值为导向，密切关注资本市场的市场效应、财务效应以及信号传递效应，为相关利益者提供更加透明的信息，助力企业实现可持续的价值创造。

(《财务与会计》理财版2014.05)

中小股东在股改收官阶段的角色转变及启示

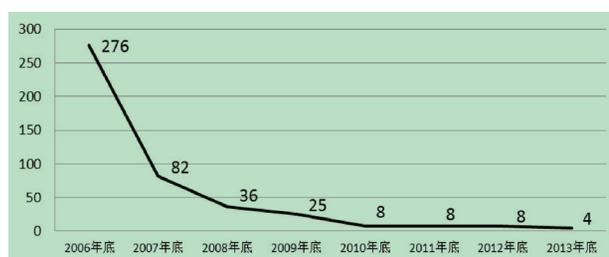
——以上海石化为例

国务院近期密集发布了一些有关投资者保护的政策文件，如2013年12月27日发布了《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》，正视中小投资者信息弱势、自我保护能力较差、合法利益容易受到侵占的现实；2014年5月9日又发布了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(又称“新国九条”)，其中第一条就是要求资本市场改革应当处理好风险自担与强化投资者保护的关系。可见政策层面已经意识到保护中小投资者利益的重要性。然而，除了政策上的关注之外，中小投资者自身的维权意识同样重要，它是检验政策执行力的标杆，是推动资本市场良性发展的源动力。本文拟以上海石化股改为例，分析中小股东维护自身利益的做法，为激发中小股东的自我保护意识提供参考。

一、股改收官阶段的划定

股改的阶段划分一般按照证监会2006年10月开始实施的“新老划断”政策划分。这一政策要求对未股改上市公司执行涨跌停限制5%的规定，标志着后股改时期的到来。笔者认为，虽然证监会对于股改并没有制定时间表，但是整个股权分置改革在2006年还没有到达收官标准。所谓“收官”，是指经布局和中盘博弈，双方阵地大致稳定，对胜负已经无甚影响。股改的胜负在于是否保护了中小股东的利益，然而从现有的研究结果来看，股改仍然没有摆脱中小股东利益被侵占的状况：针对后股改时期的研究表明，身为中小股东代言人的机构投资者与上市公司之间可能存在“合谋”行为，表现为机构投资者持股比例越高，对价反而越低。依赖机构投资者是中小股东在信息不对称情况下的无奈选择，但后股改时期不断曝出的利益侵占问题，倒逼中小股东不得不做出改变，因为任何继续搭机构投资者便车的行为只会让自己进一步丧失权利。中小股东主动维护自身权益，意味着博弈双方的正面交锋，这才是股改进入收官的重要标志。由于中小股东的弱势地位已经固化，其对抗大股东和机构投资者的过程可能会漫长，也可能导致股改“钉子户”的出现。因此，本文根据未股改上市公司的数量变动判断收官时间点，以便了解处在收官阶段上市公司与中小股东的博弈历程。

由图1可见，2010年之前，未股改上市公司数递减幅度较大；从2011年开始，未股改上市公司稳定在8家，2013年年底减少到4家。可见，从2011年开始才进入股改收官阶段。显然，不管是中小股东还是大股东都经不起这场消耗战，收官是必然的。处在收官阶段、历经三次股改方案才得以通过的上海石化可以作为代表企业，其中小股东的博弈历程，可以为资本市场中小股东投资者保护研究提供启示。



注：数据来源于网络整理

图1 未股改上市公司数量

二、上海石化股改路径分析

上海石化(600688)是中国石油化工股份有限公司的控

股子公司,中国大型炼油化工一体化综合性石油化工企业,并且是中国第一家同时在上海、香港和纽约三地上市的股份有限公司。2013年6月,上海石化在时隔5年后再次宣布启动股改,并于8月份成功过关。上海石化的股改进程可谓是一波三折(见表1),其漫长的股改历程彰显了中小股东维护自身利益意识的演变。以下将结合上海石化的股改路径进行分析。

1.第一次启动与锚定理论之殇。第一次和第二次股改方案被否决的主要原因是“对价”方案与中小股东的心理预期差异较大。就在第一次股改启动的前两年间,母公司中石化为整合旗下资产发起了旗下上市公司私有化大潮。镇海炼化、齐鲁石化、扬子石化等相关个股均出现了50%以上的涨幅,并最终完成了退市的相关工作。正因如此,投资者们认为,股改后上海石化也会进行私有化,于是大量的私募基金纷纷买入,中小股东也在不断提高自己对股改对价的期望值,第一次“10送3.2股”的对价方案显然让投资者失望。

众所周知,股改的核心是“对价”,故保护中小股东利益的焦点也是“对价”。根据Wind统计显示,截至2013年5月底,已完成股改的公司平均折合送股对价水平为每10股送2.97股;已完成股改的沪深300指数上市公司平均折合送股对价水平为每10股送2.76股。也就是说,大部分上市公司的对价方案都集中在“10送3股”的水平上,这显然不合常理,因为不同行业、不同公司之间的回报肯定是不相同的。许年行、吴世农(2007)用“锚定效应”对此进行了解释:只要“锚值”受到充分的重视和注意,一般都会产生锚定效应,且当锚值与目标估计值相兼容时,锚定效应将更显著。由于首批成功实施股改的3家试点上市公司的平均对价水平为“10送3.157股”,成为令人关注的“锚值”,得到了即将股改的上市公司的高度关注,因此,后续股改上市公司抛出的对价水平并不在乎是否反映了企业的真实情况,是否符合中小股东的心理预期。不过,由于大多数股改集中在很短的时间内完成,没时间留给中小股东消化自己角色的转变,使得大部分有利益侵占倾向的股改方案都顺利过关。但对于上海石化的股东而言并非易事,因为他们有私有化这一能够带来巨大回报的预期。第一次股改方案被否决,说明稳定的、有诱惑力的预期才是中小股东维护的核心价值。

2.第二次启动与承诺失效。2007年12月,上海石化在原本对价水平的基础上,增加了“中国石化72个月不减持”的承诺,貌似释放了极大的诚意,但仍然被股东大会否决。因为未来的承诺掩饰不住中小股东对高对价方案的渴望。第二次大股东又低估了中小股东维护自身权益的力量,而且以前奏效的承诺也失效了。

上市公司对价方案中的承诺主要有4种形式:承诺分红、承诺注入资产、承诺锁定减持价格或更长锁定期、承诺增加管理层股权激励等。从契约经济学的角度,股改是一次大股东与中小股东之间在政策冲击下的重新谈判,在对价方案的制定中加入承诺,可以降低中小股东的机会成本,并能提高其潜在收益,因此具有一定的经济价值和吸引力。但中国资本市场的契约环境还有待完善,一些早期股改的上市公司,尤其是本身信用基础较差的上市公司,在完成股改

后很快发生了违背承诺行为,损害了中小股东的利益。在演化博弈过程中,个体是有学习能力的,重新启动股改的上市公司倘若再向中小股东进行承诺,理性的中小股东就要对承诺的可信性进行评估。为规避风险,上海石化中小股东在第二次股改方案表决时选择再次否决亦是明智之举。

3.第三次启动与谈判能力改变。在2013年6月6日的上海石化股东大会上仍有中小股东表示,如果上海石化再度推出“每10股送3.2股”,或力度稍稍加大的对价方案,他们仍然不会接受。股东们的理由很简单,中国石化在漫长空档期内无所作为,让中小股东承受5%涨幅限制带来的损失,完全没有诚意。5年间,虽然私有化的预期随着大股东中国石化战略目标转移而渐渐消退,但中小股东对对价水平的要求不降反升。由此可见,中小股东在上市公司治理版图中的角色已经悄然发生了改变,在行使自身权力时更加理性,并且积极参与到与大股东和机构投资者之间的博弈中以主动争取自己的利益。

中小股东参与博弈的策略是行使“分类表决制”下的“否决权”,最终的对价方案要经过出席股东大会的流通A股股东有效表决票数的2/3以上通过才能开始实施,这在制度层面上明确赋予了中小股东实质上的否决权,在程序上保护了流通股股东的利益。此外,中小股东也有其他表达立场的方式:一是用脚投票,但毕竟这是逃避的消极做法,作为持有一支股票多年的股东也往往心有不甘。二是通过主动出击来扭转局面,其中最有效的工具就是充分利用媒体治理方式增加自己的谈判砝码。研究表明,在控制其他影响因素的前提下,媒体关注程度越高,治理环境越好,治理溢价越高,中小股东所要求的实际对价也会相对较低。反之,中小股东会向那些媒体关注程度较低公司的大股东要求更高的对价作为风险补偿。上海石化的中小股东在不断尝试上述参与博弈的方式,经过几年的博弈,最终“10送5股”的对价方案才得以顺利通过股东大会表决。

三、启示

中小股东作为单独个体的集合,其专业水平、信息资源和资金筹码参差不齐,作为整体又缺乏凝聚力和归属感,保护中小股东的权益需要依赖于其他市场参与者的配合以及其自身维权意识的提高。

1.进一步落实分类表决制度。分类表决制度是指股东按其持有的不同类别的股份分开表决的制度,即当一项涉及到不同类别股东权益的议案付诸表决时,需由各种类别股东分别审议,并获得各自绝对多数股东的同意才能通过的制度。分类表决制度提供了一种不同股份的股东之间相互制约的机制,然而真正运用这一原则处理股东之间的分歧,仅局限于股改进程中。正是这个制度提高了中小股东与大股东的谈判地位,甚至可以否决大股东提案,这在以前是可望而不可及的。因此,保护中小股东的关键是调动他们的积极性,参与决策而不是“搭便车”或者简单的“用脚投票”,在更广的领域推广并落实分类表决制度势在必行。该制度的使用范围应当不仅在涉及到不同类别股东利益时采用,在股东大会上对于需要表决的战略性议案或者重大交易事

项等同样可以参考这种表决方式。

2. 引导中小股东进行长期投资。上海石化等股改收官概念股的中小股东之所以比早期进行股改的上市公司中小股东更坚持，是因为他们长期持有了一支股票，并对这支股票有一个长远的预期，这与价值投资的理念不谋而合。根据演化博弈理论，合作要想进入一个稳定的状态，进行下一步博弈的几率必须足够大。对于中小股东而言，只有长期投资才会有动机和时间去了解上市公司是否值得进一步的合作；对于上市公司而言，稳定的投资者队伍对稳定公司业绩和预期目标同样至关重要。中小股东长期投资观念的形成，关键在于整个资本市场的投资环境和舆论导向的改变，以及中小股东自身投资素质的提高。

3. 多渠道完善治理环境。目前，完善治理环境主要包括整个社会信用体系的建立和新媒体参与外部环境治理两个方面。前者通过信用体系的建立和完善，在制度上约束大股东的行为，从而确保大股东承诺的实现，并在侵害中小股东利益时接受经济和道德层面上的惩罚；后者作为宏观治理环境的一个重要组成部分，在股改中发挥了重要的治理作用，它们可以帮助中小股东解决信息不对称的问题，对大股东进行监管，甚至可以协调各利益相关者之间的关系。但还要考虑媒体的职业道德问题，若其不负责任、放大某些本来可以顺利解决的问题，反而不利于资本市场正常秩序的建立，中小股东的利益也得不到保障。因此，在呼吁媒体客观反映中小股东诉求的同时，还应多开辟一些普通股东表达意见的渠道，如监管机构应接受并有效处理普通股东投诉；机构投资者应真正成为流通股股东代言人，通过运用其投票权、诉讼权等权力，保护中小股东利益不受侵害。

（《财务与会计》理财版2014.08）

两家央企上市公司财务重整案分析

随着2012年退市新规的颁布和实施，对上市公司触及退市红线的规定越来越严格，股市中的一些“大而不倒”公司也纷纷落马。本文通过对两家大型央企上市公司从起初同被退市风险警示到最终一家摘帽一家退市的分析，给ST公司提供如何应对退市风险的经验，同时为投资者投资ST股票提供建议。

一、案例介绍

2014年4月25日，上海证券交易所出现首只央企“仙股（低于1元的股票）”，长航油运（600087）开盘以0.96元/股跌停。6月5日，长航油运成为首家退出A股市场的央企。长航油运的退市过程很简单：2011年，长航油运由于上一报告期售后回租账务处理和燃料费成本及跨期收入存在差错对2010年财务会计报告进行追溯重述，导致2010年原本的盈利转为亏损，出现第一个亏损年度，而2011年由于航运业的不景气和本身经营不善再次出现亏损，其后虽然集团有心挽救，仍没有扭转2012年继续亏损的局面，因此2013年5月14日起暂停上市，2013年继续亏损，2014年4月21日进入退市整理期，同年6月5日被上海证券交易所摘牌。

与长航油运类似的另一个央企中国远洋运输（集团）总公司（简称中远集团）的上市平台中国远洋（601919）也有相同的遭遇。中国远洋2011年和2012年连续两年亏损，后经过集团公司的努力，最终成功地使其2013年的会计利润转正，在2014年4月3日撤销退市风险警示。

两家ST央企上市公司看似有着相同的遭遇，但结局却不同，为什么会出现这种现象呢？

二、两家ST航运公司分析

（一）相同点。

1. 控股公司均为央企。长航油运的控股公司——中国外运长航集团有限公司和中远集团都是资格老、背景深的央企。在中国的股市中，出于谨慎保守的心态，央企上市公司股票一直是中小股民的保底手段，无论是风险偏好者还是风险厌恶者基本都会持有一定比例的央企股来规避风险。

改革开放初期，央企依靠政府的帮助，规模越来越大。然而，随着市场经济体制的推进，从计划经济时代遗留下来的央企体制已经渐渐与时代脱轨。进入21世纪以来，经济全球化使得央企的劣势更加明显，在市场竞争力方面远落后于民营企业 and 外企，这迫使央企不得不进行体制改革。但在改革还未完成时就遇到了2008年的金融危机，这更加深了央企的困境。因为央企体制僵化，不能灵活应对危机，遭受的损失不可估量。正是由于整个宏观经济环境的不利，中国远洋和长航油运才会因亏损越来越多而被退市风险警示。

2. 所处行业均为航运业。中国远洋的主营业务包括集装

表1 两家公司2008年至2013年扣除非经常性损益后的净利润

扣除非经常性损益后的净利润	中国远洋	长航油运
2008	17 534 186 356.78	370 784 417.36
2009	-11 891 119 440.05	-27 387 241.76
2010	6 100 618 623.16	-37 388 249.13
2011	-10 466 627 563.90	-789 070 539.35
2012	-9 494 155 856.52	-1 260 870 886.83
2013	-7 179 599 662.12	-5 921 910 578.36

资料来源：中国远洋和长航油运历年年度报告