



您的位置：首页 - 文章选登

尝试用“金股”筑巢引凤(郭武平；2004年5月11日)

文章作者：郭武平

在改制初期和未来若干年，国有股在国有银行股权比例上将占主导地位，这是不争的事实。上述问题很大程度上取决于国有股的股权形式。假设国有股都是普通股，结果会怎么样呢？

第一，这意味着政府将在股改后仍然拥有绝对的表决权，其他股东在重大决策事项上没有什么影响，那么战略投资者不可能对国有商业银行感兴趣；即使投资，也不会长期持有股份。第二，政府不论从所有权看还是控制权看仍然是“孤家寡人”，父爱情结自然无法中断，干预和保护必将同时存在。第三，即使战略投资者愿意投资，由于国有股都是普通股，“一股独大”问题仍然无法解决，决策权和经营权高度集中，建立现代银行制度无从谈起。

国有股采取什么形式才能实现国有银行改制的目标？笔者认为引进“金股”值得尝试。

金股的概念与特性

20世纪80年代初英国政府进行国企改革时，为防止对改革后的企业失控，英国政府在一些关系国家安全和重要行业的企业中设立了金股。

金股是一种特殊的股份，其特殊性表现在4个方面：第一，金股的持有者是政府，不是非政府机构、企业或个人；第二，金股的权益主要体现在否决权，而不是受益权或其他表决权；第三，金股通常只有一股，而且没有实际经济价值；第四，金股是政府与其他股东个案商定的，无统一的法律涵义和安排。所以，金股是一种政府持有的对特定事项行使否决权的股份。

广义而言，股东权利包括三类：知情权、受益权和表决权。金股突破了现有股权理论，是一种全新的股权形式。知情权是投资者的基本权利，任何股东都拥有这种权利，差别在于受益权和表决权。普通股既拥有受益权，又拥有表决权；优先股没有表决权，只有受益权；金股没有受益权，只有表决权即事后否决权。

金股的权利和实施方案在不同国家有所不同，但总体看，可得出一些结论：第一，设立金股的作用从初衷看是政府对改革后的国有企业保留最终控制权，从实际运作看，设立金股还减少了政府对改制企业日常决策与经营管理的干预，赋予企业更大限度的决策自主权。第二，金股设立于关系国家安全和国民经济的重要行业。第三，金股权利主要表现为对特定事项的否决权，而且事后行使。第四，金股没有明确的法律依据，而是个案商定后在公司章程中予以明确。第五，金股有一定的存续期。

国有银行股权设计：实施方案

金股不是笼统地把表决权作为一种股东权利，而是将其分为事前表决权和事后表决权两种，如果政府设立金股，那么，第一，这会相应增加战略投资者事前表决权比例，增加国有银行对这类投资者的吸引力。第二，政府不再时时事事参与决策，但可以行使否决权，能够控制关键事项。第三，就银行而言，战略投资者事先主导，政府事后主导，改善了法人治理；而且，引进外国战略投资者有利于提升国有银行的国际化程度和国际竞争力。

我国国有银行的金股机制建议分三个阶段：

阶段1：普通股+优先股+金股

保留部分普通股，将其余普通股换为优先股，同时设立金股。在这种股权结构下，国有股不仅仅是普通股，还有无投票权的优先股，因此政府持有的普通股占银行股份总数的比例就会下降，其他股东对高级管理人员提名、重大重组、发展战略等事项的表决权就会增加，这无疑有利于增加投资者入股的积极性。

阶段2：优先股+金股

将剩余普通股换为优先股，政府只持有优先股，保留金股。这意味着政府在正常情况下只拥有受益权，按照出资比例分得股利，但不干预日常决策和经营管理；政府只有在特殊情况下对特定事项行使否决权。

阶段3：优先股

撤消金股，只保留优先股。在多数国家，金股是有期限的安排。其意义在于赋予其他股东最大限度的决策自主权，政府只是获得红利。在我国，金股存续期应视改革后银行的法人治理、股东结构以及我国银行业的整体发展状况而定，政府在适当时机最终彻底退出银行，不参与决策而只参与分红，使得银行最大限度地按照市场机制运行。

国有银行股权设计：情景模拟分析

方案一：不设立金股

1. 整体改制(维持现有资本规模)

改制方案是国有银行净资产折合为等额股份，政府保留一部分股份，其他投资者受让另一部分股份。假定一家国有银行净资产为2000亿元，改制后股份总额为2000亿股，每股面值1元，股本总额为2000亿元。

情景一：政府绝对控股

假定政府保留55%的股份，其余45%的股份出让给战略投资者。在极端情况下，即使这些剩余股份全部由一个战略投资者认购，它仍

然是非控股股东，在重大决策上没有决定权。但从出资额看，45%的股份为900亿股，按照惯例，新投资者的每股认购价格高于每股面值，合理假设为1.5元，那么投资者认购900亿股需要出资1350亿元，约合160亿美元。在这种情形下，战略投资者不会作出这样的投资选择。

#### 情景二：政府相对控股

假定政府保留30%的股份，其余股份出让给4个战略投资者，他们认购比例分别为25%、20%、15%、10%。按照同样的认购价估计，他们的出资额分别为90亿美元、70亿美元、55亿美元、35亿美元。与情景一相似，战略投资者仍然是出资巨额但没有控股资格。

#### 2. 整体改制(扩大资本规模)

改制方案是政府将国有银行现有净资产折合为等额股份，其他投资者出资认购新的股份。仍然假定一家国有银行净资产为2000亿元，折合2000亿股，每股面值1元，股本总额为2000亿元。

#### 情景一：政府绝对控股

政府持股比例为55%。如果一个战略投资者欲占股比例达到45%，认购股份为1636亿股，按上述认购价1.5元估算，需出资2454亿元，相当于整体改制(维持现有资本规模)中同样占股比例的1.8倍。

#### 情景二：政府相对控股

政府持股比例为30%。如果一个战略投资者欲占股比例达到25%，认购股份为1667股，按照上述认购价1.5元估算，需要出资2500亿元，相当于方案一中同样占股比例的3.3倍。

与维持现有资本规模的情况相比，不论在情景一中还是在情景二中，战略投资者为保持同样的股份比例，需要2-3倍的出资。由此看来，扩大资本规模对于战略投资者的吸引力更小，引进战略投资者的概率更低。

#### 3. 分拆改制：缩小资本规模

与整体改制相比，改制后的银行股本规模会下降，假定为1/4至1/3。但是，由于这些资产属于其优质资产，所以估价一定会高于整体改制的估价，对于战略投资者而言，每股认购价可能达到银行整体改制时每股认购价的3至4倍。这意味着，即使分拆上市，战略投资者在同样的股份比例下所需的出资额几乎等于整体改制，仍然是巨额出资但不属于控股股东。

#### 方案二：设立金股

如果在国有银行改制时引进金股，上述情况就会发生很大变化。以整体改制(维持现有资本规模不变)为例，假定股份制改造后国有股绝对控股，保留1600亿股，占比为80%，其余股本按照同样的价格(1.5元/股)出售给5个战略投资者，股份比例分别为10%、4%、3%、2%、1%，出资分别为300亿元、120亿元、90亿元、60亿元、30亿元。一个不言而喻的结论是，如果国有股都是普通股，那么政府享有绝对发言权。但是，如果实施前一部分建议的股权方案，就会看到截然不同的情景。

#### 阶段1：国有10%普通股+70%优先股+金股；战略投资者20%普通股

在银行改制初期，政府将80%的国有股一分为二，比如10%为普通股，70%为优先股，战略投资者的股份为普通股，同时政府持有金股。那么，从战略投资者角度看，尽管他们只投资了不设立金股时1/4左右的资金，但拥有与国有股相当的普通股，在重大决策事项上能够发挥足够的影响力；从政府角度看，尽管丧失了相当大的事前表决权，但能够对重大决策行使最终否决权；从银行角度看，银行既吸引了战略投资者，又完善了法人治理。所以说，与不设立金股、国有股全部为普通股的情景相比，这种方案是政府和战略投资者都能够接受的方案。

#### 阶段2：国有80%优先股+金股；战略投资者20%普通股

将国有普通股换为优先股，同时持有金股；战略投资者保留原有股份，全部为普通股。这样，战略投资者将拥有对重大决策事项的全部事前表决权，能够最大限度地将其经营理念、管理技术和专业方法引入改制后的银行；政府则根据银行运行状况、风险程度和战略投资者决策水平等，相机选择式地行使事后表决权。

#### 阶段3：国有80%优先股；战略投资者20%普通股

如果银行改制上市后经营正常，法人治理有效，政府可考虑撤销金股。

从以上情景模拟分析，我们清楚地看到，设立金股与不设立金股存在显著差异，从中可得出一些有意义的启示：

第一，设立金股不涉及国有资产流失问题，其本质是改变了国有股的形式，改变了政府行使权利的范围和方式。

第二，在国有银行中设立金股，其核心是政府以放弃部分表决权为代价，换取事后否决权，这种改制方案能够为战略投资者接受，具有可行性。

第三，通过设立金股，战略投资者以少量的投资获得更大的表决权，这一方面有利于吸引其投资，另一方面使得他们愿意长期持有股份，而不是锁定期限到期后立即转让甚至到期前曲线抛售。鉴于国有银行目前现状，战略投资者长期持有其股份有利于增强市场信心，为国有银行边改制边发展创造机会。

文章来源：《中国证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所