

从国企到公众公司:格力样本解码

证券时报记者 李涵涵

耶鲁大学基金会联合鹏华基金成功“搅局”格力电器股东大会,可谓开启了国内机构参与上市公司治理的“民智”。值得深思的是,此次围绕格力电器人事震动的博弈和角力,还有哪些更深层次的启示?为什么被监管层视为“今年资本市场最有标志性意义的事件”会发生在格力电器?为什么没有更多的“格力电器事件”发生?

中国证监会主席郭树清6月初在中国证券投资基金业协会成立大会上发表讲话时曾经指出:“上市公司是资本市场投资价值的源泉,要提升上市公司质量,就需要有更多的专业机构投资者积极参与公司治理。在中国,公司治理是个突出问题,就是资本约束不到位,一股独大、内部人控制问题严重,公司内部制衡缺乏实施基础。日前,格力电器股东大会上,一家境外机构投资者耶鲁大学基金会和鹏华基金推选了董事,市场对改善这家公司的治理颇有期待。随着越来越多投资机构参与到公司治理,必将深刻影响上市公司的决策机制,使股份制的制度优势充分发挥,从而切实提高企业的核心竞争力。”

深入解读“格力电器事件”,我们可以发现,格力电器难以复制的股权结构、管理层和机构的良性互动、大股东相对开明的态度以及较为宽松的外部环境等都为机构参与公司治理创造了有利条件。

事实上,格力电器带来的最大启示就是——它提供了一个从国有企业脱胎为真正的公众公司的参考样本。

股权分散是必要条件

毫无疑问,股权相对分散,中小投资者才有可能表达意见。”一位长期关注格力电器的家电行业研究员认为,在促成“格力电器事件”的诸多因素中,股权分散是必要条件。

公开信息显示,在过去6年格力电器的股权变动中,经过股权分置改革、股权转让和多次二级市场减持、股权激励和增发,到今年5月25日股东大会前,格力集团在格力电器的持股比例减至18.22%,格力地产的持股比例减至1.15%,合计不足20%。

最早给格力电器股权结构带来重大变化的是2006年4月的股权分置改革。这次股改让大股东格力集团及控股的格力地产从合计持有58.66%的股份下降到48.25%,从绝对控股变为相对控股。2007年4月25日,格力集团将10%的股权转让给了河北京海担保投资公司,格力集团和格力地产的合计持股比例下降到35%左右。相比股改和股权转让,格力集团及格力地产在二级市场的减持力度更大,合计减持12.3%。在2005年到2007年连续3个年度,由于业绩表现超过股权激励标准,格力电器对管理层实行了股权激励,格力集团把4.23%的格力电器股权转让给管理层。此外,格力电器在2007年12月和2012年1月先后完成增发,对格力集团及格力地产的股权带来了1%左右的摊薄。

所以,虽然格力电器的大股东还是国资,但从严格意义上来说,经

◎中国证监会主席郭树清6月初在中国证券投资基金业协会成立大会上发表讲话时指出:“上市公司是资本市场投资价值的源泉,要提升上市公司质量,就需要有更多的专业机构投资者积极参与公司治理。在中国,公司治理是个突出问题,就是资本约束不到位,一股独大、内部人控制问题严重,公司内部制衡缺乏实施基础。日前,格力电器股东大会上,一家境外机构投资者耶鲁大学基金会和鹏华基金推选了董事,市场对改善这家公司的治理颇有期待。随着越来越多投资机构参与到公司治理,必将深刻影响上市公司的决策机制,使股份制的制度优势充分发挥,从而切实提高企业的核心竞争力。”

◎格力电器难以复制的股权结构、管理层和机构的良性互动、大股东相对开明的态度以及较为宽松的外部环境等都为机构参与公司治理创造了有利条件,它提供了一个从国有企业脱胎为真正的公众公司的参考样本。

过多次股权变动的格力电器更是一家“公众公司”。一位参与了5月25日格力电器股东大会的券商人士说,大股东没有完全意识到格力电器现在已经是一家公众公司,还试图增加与其股份不匹配的控制权,中小股东显然不能允许这种“非市场化”的决策。幸亏股权分散使小股东有了“叫板大股东”的资格,因此,要给机构参与上市公司治理的空间,首先要通过股权分散来解决权力的分配问题”。

格力集团将股权转让给经销商、以大股东存量股份对格力电器管理层进行了3次股权激励,这些都是不以募集资金为前提的主动分散股权,是个案,在目前的资本市场上比较少见,很难复制和推广。”一家持有格力电器较多的上海基金公司有关人士说。

如果企业上市以后的主动分散股权很难复制,那么,有没有可能在首次公开募股(IPO)环节就通过制度设计来分散股权?

从法规监管和发行人意愿两方面来看,在IPO环节分散企业股权几乎不可能。虽然《证券法》要求总股本4亿股以下的上市公司公众股不得少于25%(4亿股以上不少于10%),但在实际的窗口指导下,公众股的比例不会少于25%,但也不会多于25.1%。此外,出于对控制权的考虑,除由历史原因形成的少数没有实际控制人的企业,不管国企还是民企,都不愿意在IPO时分散股权。

在比较成熟的市场,机构能够广泛参与上市公司治理的原因,首先是上市公司极为分散的股权结构。成熟市场上公司股权普遍比较分散,因为成熟市场增量的IPO少、存量的并购重组多,经过多次并购重组,相当部分的上市公司股权趋于分散。其



的上市公司,大股东是国资,牌照是国家给的,资源是国家给的,销售靠国家采购,还要政府补贴,它的管理层能有底气说硬话吗?他们能与投资机构合纵连横吗?”

从此次股东大会的现场可以看出,机构代表的价值取向和格力电器管理层的目标利益显然遥相呼应,正如一参会的基金公司家电研究员所说:“为什么这一次机构代表来得这么整齐?显然是要来投票的,股东大会的结果其实在我意料之中。”这意味着,来参会的机构代表已经统一了立场。而上海一基金经理也透露,开会之前确实和其他机构以及企业管理层有过沟通,寻找到了双方的共同诉求。

只有格力电器这样的公司愿意和机构投资人保持密切沟通,我们才愿意花力气来“用手投票”。在目前的大环境下,基金参与上市公司治理有一定困难,基金的资金量在整个市场的占比不高,基金产品考核周期短,大家都更重视短期收益。尤其是基金持有单只股票的比例偏低,一般发生这种情况,宁愿选择“用脚投票。”北京一位基金经理说,海外机构投资者规模庞大,持有的上市公司股份占总市值的比例超过50%,机构更愿意参与到上市公司治理,这也是保障其长期可持续收益的必要手段。

管理层相对开明

为什么被监管层视为“今年资本市场最有标志性意义的事件”,会发生在格力电器?除了相对分散的股权、管理层和机构投资者利益一致,从另一个角度来看,恰好说明珠海国资部门是一个相对开放透明的管理者。”有业内人士说,在大力倡导“小政府大社会”管理格局的广东省,“格力电器事件”的发生并非偶然。

多位长期持有格力电器的投资界人士认为,虽然此次股东大会上国资背景的董事人选被否,但国资委并不是中小股东的对立面,国有股东、中小股东、管理层不是简单的控制、博弈关系,而是利益最大化的共同体,合则三利。究其过往,大股东将股权转让给经销商、拿出自己的股份3次激励管理层、多次在二级市场上减持,这些都说明了正是相对宽松的股东文化成就了今天具有国际竞争力的格力电器。

有接近珠海市国资委的人士表示,虽然大股东和中小股东双方出发点不同,但都在遵循市场规则进行博弈,也尊重了股东大会的表决结果。他认为,朱江洪退休,董明珠势必集大权于一身,珠海市国资委也希望通过总裁人选来制衡权力,“不过其推荐的人缺乏企业工作经验,很难得到资本市场认可”。也有券商自营人士认为,珠海市国资委的宽松和开明并非“先天”的,更多的是格力管理层和大股东之间博弈的结果,也是资本市场长期教育的结果。由于此前一直有机构投资者要求朱江洪连任、对管理层实施股权激励等,所以珠海市国资委更容易倾听和接受来自资本市场的声音。同时,格力电器的营业收入在珠海GDP中举足轻重,管理层的人事变动对股价影响太大,大股东从自身利益考虑也会重视机构投资者的意见。根据珠海市统计局发布的数据,2011年珠海市地区生产总值为1403.23亿元,而同期格力电器的营业收入为

835.17亿元。

当然,秉承“宽松”态度的珠海市国资委也从格力电器上收益不菲。格力电器可谓资本市场上国有股减持最完美的案例,也是流通股股东、国有股东和管理层三赢的一个案例。作为流通股股东,基金在2006年和2007年获得了10倍以上的回报;格力集团以复权价40元以上的价格减持格力电器,比2005年高出7-8倍;而管理层连续3年完成业绩承诺,获得股权激励。

事实上,尽管集团公司推荐的董事人选被下属上市公司中小股东拒之门外,但珠海市国资委仍表现出了良好的素养和风度。股东大会结束后,珠海市国资委给媒体发出函称:“格力集团按照团队搭配原则推荐了格力电器第九届董事会成员候选人,新一届董事会由格力电器2011年度股东大会依法选举产生,我们尊重本次股东大会的决议。”我们推荐周少强作为格力电器董事候选人,没有其他任职考虑。”

格力电器董事会一经选举产生,代表的是全体股东的利益,我们相信格力电器董事会会正确履行权利义务。”

此外,珠海市国资委对“搅局者”的态度,也与外界对其“相对宽松”的印象相吻合。

南方一大型基金公司投资总监在参加格力电器股东大会时坦言:“来了压力大,不来压力更大;来了是对国资委投反对票,不来就是对持有人不负责任。”

深圳一家大中型基金公司投资总监说,基金较少参与上市公司特别是国资背景的上市公司治理,主要有两方面原因,一是现有的股权文化使A股市场欠缺对全体股东一视同仁的尊重,大股东一股独大成为常态;二是对体制的敬畏,中国还是官本位社会,基金也是在体制内做事,高调了不是好事”。

深圳一家有国资背景的基金公司人士笑言,在参加了格力电器股东大会后很是忐忑,深圳和珠海隔得近,我们怕珠海市国资委找过来,都是国资体制内的企业,不好对事件评论”。

一位知名私募人士提供的例子也印证了珠海国资系统的宽松环境:当初格力电器股改时,有机构也给佛山照明提出了类似的股权激励方案,但佛山的相关部门没有采纳,现在两家公司的境况也完全不同。

记者观察 | Observation

星星之火 尚待燎原

证券时报记者 李涵涵

在大股东“一股独大+内部人控制”成为常态的国内资本市场,“格力电器事件”恰如一阵新风,吹皱了一池春水。

合格境外机构投资者(QFII)联合国内基金公司首次提名上市公司董事并成功当选、集团公司董事人选被上市公司中小股东拒之门外——由于被打上这样两个印记,“格力电器事件”从一开始就引起了机构、上市公司、监管层的强烈关注。

作为长期业绩优秀的QFII,耶鲁大学基金会在此次行动中扮演了启蒙者的角色。从多家国内基金坦承“没想过以这种方式介入上市公司治理”,到股东大会现场纷纷表示要提议修改章程、留任朱江洪,耶鲁大学基金会显然开启了国内机构参与上市公司治理的“民智”,国内基金等机构“用手投票”的意识被彻底唤醒。

从另一个角度看,排除QFII推动的“外因”,此前参与上市公司治理的多次尝试和经验,以及中国基金业对对外开放的积累,使得基金等机构具备了成就这一里程碑事件的内在动力。

值得注意的是,这场由QFII点燃的星星之火,必将燎原。基金等机构已经意识到,虽然“格力电器事件”目前只是孤立的事件,但机构可以继续用积极的方式参与上市公司治理,形成对上市公司中“一股独大”现象的制约,今后类似成熟市场中专门参与公司经营和治理的基金一定会在中国出现。

可以预见,在“格力电器事件”的启示下,将有越来越多的投资机构参与到公司治理,这必将深刻影响上市公司决策机制,使股份制的制度优势得以充分发挥,进而提高企业的核心竞争力。

参与上市公司治理 机构“抱团取暖”方有合力

证券时报记者 陈春雨 季斐斐

联手向上市公司推选董事——耶鲁大学基金会与鹏华基金这一首先河之举受到了业界广泛关注。近年来,监管部门一直在呼吁机构投资者参与上市公司治理,但进展并不明显,为何直到今天,基金行业发展10余年之后,才有公司迈出第一步?为何在国外司空见惯的外部监管到中国就成了典型?为何长期以来基金对参与上市公司治理并不积极?

机构应“抱团取暖”

《基金法》规定,一只基金持同一股票不得超过基金资产的10%,一家基金公司旗下所有基金持同一股票不得超过该股票市值的10%,出于组合投资、分散投资的需要,基金

持有单只股票的占比不大,话语权较小。但这不是基金公司放弃参与上市公司治理的理由。

在美国,机构投资者在公司股权中同样不占优势,每家机构持有一家上市公司的股票一般也只占1%~2%,但它们可以“抱团取暖”,5家、10家联合在一起就是10%、20%。鹏华基金和耶鲁大学基金会联手就是机构合作的范例,此举能够成功,也得益于其他机构投资者的支持。这充分说明,在参与上市公司治理问题上,单只基金要想有所作为,无疑是“蚍蜉撼大树”,只能依靠集体的力量。

“抱团取暖”而非单打独斗,是基金参与上市公司治理的必由之路。

“一股独大”须受制约

A股市场普遍存在的“一股独

票”策略时的变现行为将对上市公司股票价格产生显著影响,极可能出现股价大幅度下跌使其无法承受潜在的市值损失。

在所有机构中,养老基金扮演着最重要的角色。作为长期投资者,它更有理由和空间关注上市公司治理问题。以美国为例,如果把纽约城市养老基金、纽约州基金等公共养老基金排除在外,对美国机构投资者在公司治理中发挥的作用就会得出完全否定的结论。

相关法规有待完善

对内幕交易底线的担忧也是基金公司对参与公司治理望洋兴叹的原因。瓜田李下,公司治理与内幕交易往往就在一线之间。在基金参与上市公司决策后,对公司盈利、重大订单等信息可能会预先知晓,是否需要回避?

再者,如果一只基金买了很多家公司股票,但是不可能参与到全部上市公司治理中,那为何只挑选这一家或这几家公司?是不是有特别的企图?这些都是敏感问题。

比起各种鼓励,基金公司更需要一把尺子,明确知道什么是该做的、什么是不该做的,这需要监管部门做出相关说明,或者在行业自律性规定中明确基金参与上市公司治理的尺度。

从美国的经验来看,目前机构参与上市公司治理的方式主要包括参与诉讼、公开批评、推动公司高管更换、改变管理层报酬结构(以工资为主变为以股权激励为主)、为公司管理推荐具体措施等。我们可以模仿,也可以鼓励适合中国国情的方式。总之,“没有规矩,不成方圆”,必须有制度对基金参与上市公司治理进行规范。