

# 国有商业银行引入 战略投资者问题研究

阮骥宗

(厦门大学 金融系, 福建 厦门 361005)

**摘要:** 商业银行引入战略投资者的目的是要改变单一的国有股权结构, 提高银行治理水平。事实上, 银行治理水平不仅与股权结构有关, 更与股权的市场交易结构有关, 分割的市场结构会导致非流通股股东的行为异化, 侵占流通股利益, 降低治理效率。忽视分割的市场结构, 片面股权多元化并不一定能取得银行治理改革的成功。

**关键词:** 战略投资者; 股权分割; 商业银行; 股权多元化

中图分类号: F 830.3 文献标识码: B 文章编号: 1008-4428 (2005) 09-85 -02

## 一、引入战略投资者的背景

国有商业银行资本充足率问题。1995年, 我国第一次明确提出商业银行资本充足率必须达到8%的标准。1998年, 财政部发行2700亿特别国债用于补充国有银行的资本不足, 由于种种原因, 国有银行的资本充足率仍然没有得到彻底解决。2004年, 银监会颁布《商业银行资本充足率管理办法》, 要求各商业银行资本充足率不得低于巴塞尔协议规定的8%的标准, 达标的最后期限为2007年1月1日。至2003年底, 四大国有商业银行的平均资本充足率只有4.61%, 离8%的标准相去甚远。

国有商业银行资产质量问题。自1999年以来, 四大国有资产管理公司先后从四大国有商业银行收购1.4万亿的不良资产。部分不良资产剥离后, 国有商业银行信贷资产质量得到一定的提高, 风险得到了一定的化解, 但国有商业银行的资产质量仍不容乐观。据中国人民银行统计数据, 2004年末, 四大国有商业银行平均不良贷款率为15.6%, 与国际银行业存在相当大差距。国际上, 优质商业银行不良贷款率为3%以下, 中等商业银行不良贷款率为5%左右。

## 二、引入战略投资者的动机

上述数据反映了国有商业银行主要问题, 一是资本金充足率低, 二是不良贷款率高。多次注资也只是暂时性的提高资本充足率, 大量剥离不良贷款仍不能阻止不良贷款率的继续攀升, 这些措施只部分地解决存量问题, 增量问题依然存在。究其根源, 国有商业银行治理结构不合理, 治理效率低下。国有商业银行引进战略投资者期待可以解决资本充足率和治理结构问题。从目前国有商业银行表层的问题看, 这种改革确实可以手术刀式的解决国有银行痼疾, 只要投资者的钱一进入银行, 资本充足率问题马上就能得到解决。但后一个问题就不那么简单。目前, 我国股权市场结构仍然分割为流通和非流通市场, 如果商业银行的改革仍重复套用旧的股权模式, 继续将股权分为不能流通的国有股东和法人股东以及可以流通的中小股东, 再在这种分割市场结构基础上引入西方公司治理结构, 商业银行

公司治理结构改革很难保证一定能达到预期目的。

## 三、境外战略投资者的投资意图

从投资目的分析, 作为战略者, 考虑的不是一时之利, 境外战略投资者投资商业银行的目的不外乎以下几类: 1. 谋求对中国银行业的控制, 这是战略者的极大化目的, 金融控制能给战略者带来高额的垄断利润和巨大的国家经济影响力。2. 抢占国内金融业的市场份额。虽然不能对整个金融形成垄断, 但希望最大限度的占有国内市场, 攫取最大规模的利润。3. 在对中国银行业输出管理经验和实施技能援助的同时, 获得可观的利润。4. 拓展自身业务领域和盈利空间。

从上可看出, 不论境外战略投资者出于何类战略目的, 其核心目的只有一个——追求资本的增值和盈利。目的决定行为, 境外战略投资者尽管投资额度很大, 事实上在每家商业银行中所占比例只有5%、10%或最多20%, 对公司治理的影响, 对管理层的影响非常非常小, 即使在董事会, 最多2到3个董事席位并不能保证外资战略投资者在这家银行起到真正的影响和控制, 没有控制权, 战略投资者的行为就难以保证不异化为战略投机——“套利”行为。一旦银行上市后出现较大的盈利空间, 其持有股票的“锁定”期解冻, 理性的战略投资者就会抛出所持股份, 溜之大吉。

从战略角度考虑, 境外战略投资者与国有商业银行之间存在着竞争关系。作为战略投资者, 从长期来看, 不可避免会发生战略投资者与商业银行之间的战略冲突, 境外战略投资者看好国内市场, 不会甘心自始至终做小股东, 等到羽翼渐丰, 它们一定会自立门户, 像J.P. 摩根、汇丰、花旗等综合性的大银行本身就有很大的商业银行业务, 他们的主营业务与国内商业银行存在难以消除的冲突, 类似的业务协同效应会存在吗? 很值得怀疑。

## 四、股权市场分割导致治理无效

资本市场是有效配置社会资源的地方, 是公司治理结构中外部治理发挥作用的核心所在。资本市场发挥治理作用的基础是公开、公正、公平的原则, 也就是同股同权、同股同利。这是规

范公司治理的最根本要求,但实际上,我国公司的股权普遍地被分割为流通股与非流通股,形成了同股不同权、同股不同利的事实。在股份中占居绝大比例的国有股、法人股由于历史原因不能在证券交易所自由买卖。从制度角度分析,国有股、法人股长期被“锁定”在交易所市场之外,流动性的缺乏导致了非流通股与流通股之间同股不同价、同股不同权的分离局面,人为形成了两个交易市场——交易所市场和场外协议转让市场。这种分割的股权制度导致了上市公司内不同持股主体目标、行为的异化,占绝大比例的国家股、法人股凭借持有的大部分股份而控制上市公司,大量的流通股东不仅被排除在公司治理之外,“用手投票”的机制完全丧失作用,甚至权益常被侵害,只能“用脚投票”。

交易市场的分割,形成了不同的定价机制。场外市场上,广为采用的是按公司每股净资产定价或在每股净资产基础上加一定比例的溢价交易;在交易所市场上,交易的定价由交易供需双方竞价决定,与每股净资产没有直接关系。定价机制的异化使得流通股与非流通股各自价值最大化的目标失去了共同的基础,流通股追求股价的最大化,非流通股追求每股净资产价值的最大化。由于非流通股股东掌握了公司的控制权,因而上市公司种种行为的目标是提高每股净资产价值,反映的只是非流通股的利益。

净资产价值的提高有两种方法。一是提高公司的经营业绩,业绩是公司价值的基础,公司业绩的提高必然会提高每股净资产价值;二是通过配股或增发等形式进行再筹资,公司股价在除权前不会发生变化,但每股净资产却增加了。两相比较,显然,再筹资增加净资产价值的方法比提高公司业绩更容易实现,而且风险较小,理性人追求自身价值最大化,必选择筹资配股、增发。这就是中国股权市场上的典型问题。

#### 五、战略投资者行为的异化

现代公司治理结构的复杂性源于其参与者的多目标性,不同价值取向的参与者从维护自己的利益角度使得治理结构问题变得多元化。在缺乏外部控制威胁或外部股东类型较为多元化的情况下,控股股东可能以其他股东的利益为代价来追求自身利益,实现自身福利最大化。商业银行的股份制改革如果仍以分割的股权市场为基础,由以上股权市场分割无效分析可得出商业银行股权分割结构会诱发利益侵占效应的结论。股权分割下,战略投资者的银行地位存在两种可能,一种状态是银行的控股股东,出于自身利益最大化目标,可以利用前述手段侵占流通股股东利益;另一种状态是银行的非控股股东,此时,战略投资者的最优行为是“搭便车”,坐等享受控股股东侵占行为为自己带来的流通股股东利益。无论何种状态,战略投资者都能获得“侵占利益”。

分割的资本市场为战略投资者提供了攫取流通股股东利益所需的制度基础,战略投资者可以利用增发新股、债转股、银行申请配股同时战略投资者放弃配股等等手段侵害流通股股东利益。1、增发新股。按“啄序”理论,企业在融资时总是先考虑内源融资,其次是债务融资,最后才是股票融资。在股权市场分割的条件下,商业银行可以通过股权融资、再融资、再融资这样一个渠道,使银行净资产不断增长。增发新股一般是以市场价格的一定折扣为定价依据,这样确定的增发价格远远高于每股净资产,通过增发新股会使银行每股净资产大幅上升,从而使非流通大股东(包括战略投资者)获得巨大的资本增值利益。2、债转股。债转股是指在满足一定的条件下,把对企业的债权转变为企业的股权。同增发一样,转股的价格远高于企业的每股净资

产。与配股与增发等不同的是,大股东的转股可以进入二级市场流通。这样战略投资者不仅可以通过可转债的转股,坐享上市银行净资产值的增加所带来的股东权益的增加,而且还可以通过在一级市场买进可转债到二级市场套现赚取一笔无风险的收益。3、银行申请配股同时战略投资者放弃配股。事实上,配股对于战略投资者来讲毫无吸引力,因为它们购入成本与流通股相同,但却不能像流通股一样实现上市流通,由于配股价远高于每股净资产,因此配股肯定能提高每股净资产,战略投资者放弃配股一方面无需向上市银行注入资金,同时还能享受由此带来的资本增值好处,可见放弃配股是战略投资者面临股权非流通情况下的一种既定的理性选择。

#### 六、完善股权市场结构建议

统一的股权市场是构造发达的公司治理结构的基础,股权市场将控股股东的价值与公司价值紧紧链接在一起,通过市场机制,公司治理就充分发挥了监督和激励作用。股权市场分割的最大弊端就是割裂了股东价值和公司价值之间一一对应的关系,较高的股东价值不一定对应较高的公司价值;同样,公司价值的上升并不必然带来非流通股股东价值的上升。要矫正这种扭曲的价值对应关系,就必须统一目前这种分割的股权结构和交易市场。商业银行的股份制改造切不可再行旧路,没有统一的股权市场,战略投资者的引入只能解决商业银行资本金不足问题,对银行的公司治理目标实现毫无帮助。

为此,商业银行的股份制改造应该从股权市场的统一着手,首先割去非流通股的尾巴,统一股票的流动性,消除非流通股场外交易市场,公司上市就意味着所有的股票都能进入二级市场流通。方案一,股权发行。在发行时,无论是针对战略投资者的私募还是面向广大中小股东的公募都采取同样的溢价,统一IPO发行价,国有股东可根据净资产价统一按IPO价折算成国家股东控制的股份数,保证全体股东同价同权同利。为保证股票市场的稳定和发展以及中小投资者利益,体现战略投资者真正作用,可以设定一段时间的“锁定”期。在此“锁定”期内,战略投资者和国有股东所持有的股份均不能上市流通,“锁定”期满,持有或抛售任由战略投资者和国有股东自己决定。方案二,债转股。对战略投资者的私募可采用发行可转债形式,科学的设计转债的有效期、转股价和转债利率。转股期内,战略投资者有权按约定的价格将转债转换为银行股份,转股价可参考IPO时的发行溢价。由于可转换债券在期间内持有人有转股和不转股两种选择,因此,可根据银行资产结构和银行改革的目的,在设计可转换债券时,决定赋予转债更多股性或是更多债性,科学制定转债的转股价以及债券的利率,转债的回售、回购条款。

#### 参考文献:

- [1] 郑德珉,沈华珊等.股权结构的理论、实践与创新[M].经济科学出版社,2003.
- [2] 杨哲英,关宇.比较制度经济学[M].清华大学出版社,2004.
- [3] 彭德琳.新制度经济学[M].湖北人民出版社,2002.
- [4] 罗开位,连建辉.商业银行治理:一个新的解释框架[J].金融研究,2004,(01).

#### 作者简介:

阮骥宗,男,湖北黄冈人,厦门大学金融系,研究方向:公司治理。