

“黄金股”(Golden share),又称为特别股、特权偿还股、特权优先股。从本质上来说,它是政府的一种特股权,其赋予国家或政府的权力超越了传统一股一票的规则。“黄金股”诞生的雏形是欧美家族企业公众化、社会化过程中设立的特股权。最早的特权股来自著名的福特汽车公司。福特汽车是1903年创立的家族企业。1956年成功上市,发行三种股票:第一种是普通股,一股一个表决权,由公众投资者持有;第二种是A股,没有投票权,最初由福特基金会持有,至1973年已全部卖掉并转化为普通股;第三种是B股,由福特家族持有,享有超级投票权。1956年~2000年,福特汽车的B股下降了50%。截至2000年,福特公司有1亿股普通股和7100万股B股。公司章程规定,只要福特家族把B股卖给家族之外的成员,B股就自动转换成A股。因此,虽然福特家族当时只拥有公司6%的股票,但是拥有40%的投票权。在福特公司逐渐由家族企业演变为公众公司的过程中,这种特殊投票权较好地保障了福特家族的合法权益。德国西门子家族股票的情况与福特公司相类似。

“黄金股”历史溯源及其对出版传媒业的启示

■何奎(中国出版集团公司)

黄金股历史考察 上世纪六七十年代在欧洲广泛运用

“黄金股”正式诞生在20世纪六七十年代欧洲国有企业民营化浪潮中。两次石油危机后,西方多国通货膨胀加剧,失业率大幅上升,国有企业运营效率日益下降,经济活力日益衰退。20世纪60年代德国政府开始向社会公众出售著名汽车品牌大众集团的股份。20世纪70年代末英国撒切尔政府采取自由主义经济政策,在电信、电力、航空、水利等行业开始出售国有股份。有的国有企业关系到国家和社会公共利益,如果完全失去管理权的控制,可能造成重大损失。因此,英国政府首先在英国电信公司中率先发行“黄金股”,并制定了相应的“黄金股”章程。这也就是历史上最早的也是最经典的“黄金股”案例。1981年英国政府颁布《电信法》,邮政与电信分业经营,成立了英国电信公司。1984年英国国会修订电信法,规定政府在其中的一股“黄金股”,其余股份采取公开销售的方式稀释给国民。“黄金股”可以在英国电信公司损害公众利益时废止董事会的决定,促使其话费强制下降。这样一来,仅占1股的“黄金股”控制了实力雄厚的英国电信,不需政府独资或掌握51%以上的绝对控股权。这种制度设计,既保障了政府对企业的特殊管理权和控制权,又建立了清晰、明确的产权制度和民主、科学的法人治理结构。英国电信公司的黄金股制度取得了巨大成功,引起欧洲各国纷纷响应。法国、意大利、西班牙、葡萄牙、匈牙利、波兰等欧洲主要国家也都在国有企业民营化的过程中广泛推广“黄金股”制度。

2004年欧盟组织了一项调查,结果表明欧盟范围内至少有141家大型公司设置有黄金股或者政府特殊权力。有关情况如下(备注:以下有关数据参考了张立省《欧洲黄金股研究及对我国的启示》及其博士论文研究成果,参见《首都经贸大学学报》2012年第1期):

英国政府在英国能源公司、国家电力集团、英国天然气公司、英国机场管理局、苏格兰水利电力公司、贝尔法斯特国际机场、英国航空站等20多个著名的公司中持有黄金股。

法国政府在国防企业Thales的持股比例为31.3%,在国防企业EADS不持有股份,但约定了政府特权。法国政府在1986年、1993年先后制定并修订了特殊行动法案,确认了对21家原国有公司保留政府特殊权利的名单。

西班牙政府在石油公司Repsol持有2.95%的股份,在电力公司Endesa和电信公司Telefonos通过法律确定了政府享有的特权。意大利政府在石油和天然气行业的ENI持股比例为20.32%,在电力公司ENEL的持股比例为50.63%,在国防企业Finmeccanica的持股比例为59.7%,在意大利电信公司不持股,但明确了特殊权利。

匈牙利政府在31家公司里设置了政府特权,其行业分布如下:电信业、国防、银行、医疗卫生(政府持股比例为15%)、石油天然气工业(政府持股比例为11.82%)、制造业各1家、其他服务业2家、食品加工业3家、天然气供应5家、电力供应7家(政府在其中一家的持股比例为29.96%)、水电站8家。由于匈牙利具有典型的转型经济特点,因此在自然垄断性行业和一般竞争性行业都设立政府特权。除上述特殊注明的3家企业外,匈牙利政府其他企业几乎都不持股,但有特别权利。

波兰政府保留了49家公司的政府特权,数量最多。它们的行业分布是:出版业、制造业、银行、冶金、燃料及原油、木材生产各1家,纺织业2家、能源3家、烟草行业4家、食品加工4家、医疗卫生5家、经济特区管理机构5家、建筑材料及机械5家、糖业8家、酒饮料行业7家。波兰政府几乎在所有行业保留有政府股份,其中大多数公司中的政府持股比例在10%~40%之间,最高的是在一家银行持股69.4%。

德国大众集团的政府特殊股具有典型意义。德国大众集团是欧洲最大的汽车制造商,旗下拥有大众、奥迪等9个著名汽车品牌,覆盖了整个行业中从低端到高端产品的全部细分市场。1960年,《大众私有化法律》规定了政府享有的一系列特权:任何单一股

东享有的投票权不得超过20%;即使是拥有超过20%股权份额的股东,最多只能行使不超过20%的投票权;对于公司的重大决定要求股东大会80%以上的多数票通过和三分之二以上的公司董事同意;政府有权任命董事会中的政府代表。这样做的目的是为了保护小股东的利益以及国家和地方政府的利益。截至2005年,德国中央政府在大众集团不持有股份,但是下萨克森州政府持有20.94%的具有投票权的股份。

此外,我国台湾地区2000年修订《公益事业转移经营条例》时,在第17条明文引进“黄金股”制度。韩国在经历东南亚金融危机重创后,在2006年考虑实行黄金股制度,以协助本国企业抵御敌意收购企图,防止原始资产在金融危机中被贱卖。

总体而言,黄金股制度在欧洲国有企业股份制改造过程中发挥了比较积极的作用,作为一种有效的制度创新在欧洲各国广为流传。随着欧盟一体化进程的加速,特别是1994年《马斯赫特里条约》生效后,欧盟委员会开始参照该条约的第56条“禁止在欧盟成员国之间以及欧盟成员国和第三国之间对资本和支付进行任何限制”的规定,先后在1997年和2004年进行了两次调查,并就各国限期修改其政府特权的限制性规定。在欧盟的压力下,部分国家修订了有关法律和法规,也有国家认为黄金股是为了国家和社会公众的利益,并未违反欧盟法律的相关规定,并由此产生了一些诉讼。

“黄金股”制度价值 具备正面激励和反向约束作用

从经济学意义上看,黄金股制度兼具激励和约束功能,彰显了市场“无形之手”和政府“有形之手”的互动融合。可以从两个角度分析它的基本意义:一个是正面激励的角度,通过行使同意权,为国有企业改革提供了动力机制,激发市场竞争活力和内生发展动能,避免企业在运营中出现“市场失灵”;另一个是反向约束的角度,通过行使否决权,给国有企业改革者提供了保障机制,保证企业的运营管理不偏离正确的战略方向和特定航道,避免企业在经营过程中出现“政府失灵”。具体而言,具有六方面的积极意义:

一是提升整体经济效率。它开辟了国有企业股份制改造的新途径,为国有企业在股份制改造中吸引优质的社会资本和战略投资者提供了新的通道,有利于进一步提升公用事业的整体经济效率,有利于减少自然垄断领域的规模经济损失,避免社会公共福利的浪费。

二是增强经济发展活力。著名学者萨瓦斯在其代表作《民营化与公私部门的伙伴关系》中指出,所谓的民营化,就是“更多依靠民间机构,更少依赖政府来满足人民的需求”;“民营化指一种政策,即引进市场激励以取代对经济主体的随意的政治干预,从而改进一个国家的国民经济”。黄金股的设立,有利于推动国有资源与民间资源的相互补充,提升企业的市场竞争能力和价值创造能力。

三是提高企业治理水平。它改变了企业单一制的国有产权结构,形成了多元化的产权结构,有利于克服国有企业“内部人控制”和“预算软约束”,进一步优化了企业法人治理结构,推动企业决策运营的民主化科学化水平。

四是保证国家公共安全。对于关系国防、电信、银行、传媒、公共卫生等特殊行业,设置黄金股,有利于保证政府对公司行使有效控制权,维护国家安全、国防安全、文化安全、公共卫生安全。

五是维护公司稳健运营。当公司发生管理层的运营目标背离或改变公司既有目标时,黄金股可行使否决权,维护公司的长期利益和战略目标。在出现违约情形时,黄金股可确保公司新的管理层严格遵守出售协议中规定的各项事宜,确保行业的服务质量和公共福利。

六是防止国有资产流失。在公司运营过程中,一旦发生战略资源或重大资产出售,它可以否决或者阻止资源或资产的出售,保持公司现有目标和任务以及竞争优势。在面临“毒丸计划”等恶意收购和接管时,它可用其赋予的“特殊否决权”或者“最终审批权”来限制收购和接管。

虽然黄金股制度具有以上诸多积极意

义,但任何新生事物都是一柄双刃剑,它也有可能扩大政府的自由裁量权,在一定程度上限制了资本流动的自由,在实际操作中也可能流于形式。这恰恰需要进一步明确约定黄金股的行权原则、行权范围、行权程序、行权方式等,确保扬其利、避其害。

行权依据两法令一协议 行权方式 设置领域限制国外投资者和大股东

黄金股的行权依据主要通过三种形式来予以确认:一是主体法确认。在私有化规模比较大,并可能较大影响股票市场的国家,往往采用通用主体法对国有资产进行民营化确认。例如葡萄牙、意大利和西班牙。二是企业特殊法令确认,有的国家通过具体企业立法的形式予以确认。三是签署出售协议确认,出售协议的内容包括对投资目标的保证、投资回报的保证、重要人事任免的保证、股权比例限制、投资领域限制、投票权利约定、重要资产处置约定、公共责任条款等。出售协议大多是一次性明文规定,明确约定了新股东和政府的权利义务,尤其明确约定了政府享有的绝对投票权,一般要求对于公司章程修订、公司合并分立、重要资产处理以及其他重大事项必须获得政府同意。有时,政府还具有重要人事任免权。由于出售协议中的各项约定比较明确、细致、具体,兼顾了原则性与可操作性,体现了权利与义务的一致性,受到了投资者的热烈欢迎。如果投资者不遵守出售协议,必须承担以事先商议好的价格赎回政府特殊股权的义务。总体来看,前两种确认的方式在西欧国家比较流行,第三种确认的方式在东欧国家运用比较普遍。

在黄金股的行权方式上,欧洲各国政府的具体操作手段既有共性也有个性。共性可简要概括为三点:一是设置领域多在电信、能源、电力、银行、传媒等公用事业领域;二是对国外投资者的投资行为进行了限制,以确保本国经济安全、产业安全和公共安全;三是限制大股东的持股比例。几乎所有国家对单个股东的持股比例都予以约束,而且一般不能够超过10%,且增资扩股都要经政府审批。但是,由于各国的国情、政治、经济、文化传统不同,导致它们在设立黄金股时呈现出诸多不同,或者各自的侧重点不同。因此,黄金股的设置形式和规定可以应时而变,随物赋形,关键是切合现实情形,契合实际需求。这种不同之处也体现为三条:

一是否决权的限制不同:葡萄牙政府侧重对董事会决议持有否决权,且否决权的管辖范围较宽;西班牙对超过10%的股权行使否决权,对公司的控制力相对要弱些。

二是任命权的限制不同。德国、荷兰、比利时侧重董事会或者监督董事会中的政府代表的任命权,由此彰显政府的利益;而其他国家并不侧重人事任免权。

三是关注的目标不同。葡萄牙政府侧重关注维护国家的金融安全,意大利政府侧重关注保护民族工业,比利时政府侧重关注能源的正常供应,德国政府比较关注保护政府的利益和中小股东的利益。

尽管“黄金股”是在欧洲20世纪70年代的国有企业民营化浪潮中涌现的一种特殊

股权制度,但它本身不具备所有制属性,也不代表所有制属性,与姓“社”姓“资”无关,只是一种特殊的股权管理方式和资本运作方式。实践证明,在单一国有制的经济形态中,引入“黄金股”制度,有利于充分利用社会资源,激发国有企业的创新活力,完善国有企业的法人治理结构,促进国有企业在资源配置效率上的帕累托改进。

对国有出版传媒企业 探索特殊管理股的启示

国内首次引入“黄金股”的案例是2003年江西省萍乡钢铁有限责任公司的改制项目。江西省政府在批准萍钢改制方案时,明确规定在新企业的总股本中设立“黄金股”,数量为一股。它代表改制后的萍钢公司总股本中具有特别权利的国有股份,由江西省国有资产管理办公室持有。如果改制后的公司股东大会和董事会作出不履行改制方案的决议,或作出违背既定改制方案、侵犯职工合法权益的决议时,它可以行使“一票否决权”。它不干预企业经营决策,不与企业分红,不承担企业日常运营中的一切民事责任。它在企业履行既定改制方案后的3~5年内退出。除此之外,上海浦东自来水公司股权转让中的类似黄金股、广东增城市政府在建设新增港口项目的黄金股、哈尔滨中庆燃气公司改制中的地方政府黄金股、广西玉柴的黄金股等也都是比较有代表性的案例,它们从正反两个方面积累了弥足珍贵的经验教训。

党的十八届三中全会决定指出“对按规定转制的重要国有传媒企业探索实行特殊管理制度”,这是一次具有重大历史意义的制度创新。我国的特殊管理股主要适用于国有传媒企业的股份制改造,与欧洲的“黄金股”在实施背景、实施目的、实施范围、实施程序等多方面会有所不同,但“黄金股”的运作流程和运作方式对探索实行特殊管理股具有重要的启示意义。本文拟从以下几个方面予以初步的探讨和不成熟的研究,以就教于方家:

一是特殊管理股的行权目的。十八大报告指出,建设文化强国的关键是增强全民族文化创造活力。当前国有出版传媒企业基本由传统事业单位转制而来,尚未建立比较成熟的现代企业制度和比较健全的法人治理结构,而且不少单位还存在“事不事、企不企”的两张皮,这严重地制约着文化创造活力的发挥,影响着市场竞争力的提升。而一些优质的民营文化企业和互联网传媒具有比较敏锐的市场反应能力,积累了比较好的新媒体运营商业模式和盈利模式,因此可以在文化资源、市场渠道、运营手段等方面互为借鉴、互相补充。实施特殊管理股的目的不是将文化资源改弦,而是改活;不是将企业的综合实力改小,而是改大;不是将国家文化软实力改弱,而是改强。

二是特殊管理股的基本性质。和“黄金股”一样,特殊管理股应该是一种兼具激励性和约束性的特别股权。它既不是传统的股权,也不是传统的债权。它的激励性体现在打破了传统国有出版传媒企业的单一公有制资本行使,吸引了优质的社会资本和社

会资源参与文化生产制作,进一步激发了全社会的文化创造活力和创新动能。它的约束性体现在维护国家安全的大框架、大前提下,对一切可能严重威胁意识形态安全和文化安全,可能造成重要国有资产流失的行为等予以一票否决。

三是特殊管理股的行权范围。按照十八届三中全会精神,行权范围是国有传媒集团,也就是可以在报刊社、电视台、电台、主流网站等实行,吸引优质的民间资本和境外资本参与股份制改造。国有传媒领域进行探索特殊管理股,一方面有利于更好地迎接互联网的挑战,增强国有主流媒体的网络舆论竞争力和市场竞争能力;另一方面传媒领域涉及更多新业态、新实体,没有太多历史负重,改革成本相对较低。若在传媒领域或试点成功后,可在文化产业的其他领域或试点推广。

四是特殊管理股的行权原则。概而言之,有六条原则可以探讨:一是透明原则,在探索混合所有制过程中对战略投资者的引进、合作,要予以公开透明;二是平等原则,所有投资者一视同仁,享有平等的权利和义务;三是法治原则,要修订现有的《公司法》,对特殊管理股的权利与义务予以法律约定,同时要在企业的法律文书予以明确认定;四是程序原则,特殊管理股的权利行使需要明确的行权主体、行权范围、行权对象和行权方式;五是有效原则,特殊管理股的权利一旦正当行使就产生效应,确实发挥实质性作用;六是有限原则,特殊管理股的权利行使不可随意为之,只可在法定或协议约定的情形下行使,防止权利滥用。

五是特殊管理股的行权权利范围。至少在以下七种情形出现时可以进行特殊管理股的权利:一是严重危害国家意识形态安全和文化安全;二是单个战略投资者的股权比例累计超过10%;三是重要国有资产的处置明显低于市场平均价值;四是战略投资者恶意并购或恶意转让、套现股权;五是董事会有关人选明显不称职或存在重大失误;六是董事会的决策严重偏离公司正常经营目标和价值目标;七是有关经营管理决策严重侵犯职工合法权益。

六是特殊管理股的行权程序。按照最近新发的国办发[2014]15号文件,试点探索特殊管理股的国有传媒企业要向上级主管单位上报方案,待批准后方可试点运营。有鉴于此,有必要修改公司章程,或者在引进战略投资者的合作协议中予以明确行权原则、范围、对象、程序等,并按照文件规定向上级主管单位报批。

七是特殊管理股的权利属性。特殊管理股重在行使国家或政府的投票权,建议由出版传媒集团的上级主管机构或国有文化资产管理机构委派代表行使权利。特殊管理股股票上市后,该股也不参与利润分红,不产生资本溢价。

八是特殊管理股的让渡方式和退出方式。原则上特殊管理股不可转让,确因重大政策调整或现实迫切需要转让特殊管理股股权的,则需溢价转让,溢价倍数由转让方和受让方协商。一般情况下,对特殊管理股的退出时间不作硬性限制,在企业市场运作成熟、风险管控有效、法人治理完善后根据实际情况可逐步退出。

(上接第1版)如今,培生已经拥有了自己的概述学习管理系统、语言学习培训机构,个性化在线课程和一系列其他的教育服务。未来,培生集团将加速向数字化、教育服务业务以及快速发展的国家地区转移,投资于学习支持服务、内部服务、直销、考试测评和资格认定业务,覆盖中小学、高等教育和英语语言学习领域。

与培生卖掉大众出版专注教育出版形成对比的是,其两大竞争对手麦格希和圣智学习集团近年都被卖给了私募基金公司。圣智学习集团还于2013年7月向法院申请了破产保护,2014年4月1日结束保护,完成财务重组。因此有业内人士称,考虑到当今英美市场基础教育和高教育市场环境的严峻性,也许现在并不是教育机构进行发展的最佳时机。

圣智学习集团执行副总裁、国际部总裁亚历山大·布罗赫今年年初在接受中国出版传媒商报记者对2014年教育出版形势预测的采访时表示:和前几年一样,教育和

学术类出版商在继续从完全印刷版的环境向创新性、便捷性的数字化内容和解决方案转移,数字化转型正在引发零售渠道的巨变和整合,数字化产品的引入已经为包括实体和数字化形式在内的产品创造出不同的销售模式,例如面向机构和学生的销售,而不再是主要面向大学教师的传统销售模式。

此外,布罗赫认为,随着数字化转型向前推进,在教育科技和教育内容市场可能将看到利用大数据驱动针对学生和教师的适应性学习解决方案不断增加。2013年圣智学习集团聘请了新的数据分析和分析专家小组,开始从战略上把预测性分析融合进其数字化产品中。

技术创新引领出版并购合作

如果说大众出版和教育出版还处于向数字化的转型之中,全球顶尖的学术出版大咖们早已经领先实现了出版流程的数字

化,至少半数以上的业务收入来自数字产品。现在他们所考虑的是持续创新和平台升级、服务升级的问题。

施普林格在过去一年完成了电子回溯图书数据库SBA,拓展与多国科研机构合作,不断扩展开放获取出版规模,继续升级线上平台功能和服务的重要工作。该集团的一个重点就是对平台进行升级改造。2013年,SpringerLink平台再度升级,实现了章节级别检索、一键下载整本图书的功能。今年2月,施普林格又宣布完成了对平台上每篇文章加入社媒指标的工作。

励动爱思唯尔集团2013年着力于继续发展跨领域的全球技术平台,推出新产品及服务,并加大在高增长国际市场的拓展。并购是该集团获得有机增长的重要战略,去年共完成20宗小并购,交易金额达2.3亿英镑,剥离26个业务,回笼资金3.31亿英镑。

威立集团2013年的行动轨迹,也可以用继续创新推出新产品、加大技术投入、多方拓展合作来描述。