国企混合所有制改革中的股权结构安排问题

—— 以中航油与泽胜集团为例

穆林娟　杨 扬

从1997年党的十五大首次提出混合所有制经济的概念，我国对混合所有制经济的探索已经进行了近20年，为什么党的十八届三中全会又重新将混合所有制提到一个新的高度，进行新一轮的混合所有制经济改革？可以看到，在经济新常态的今天，我国经济发展的条件和外部大环境已经或即将发生诸多重大转变，经济增长将与过去30多年10%左右的高速度基本告别，与传统的不平衡、不协调、不可持续的粗放增长模式基本告别。国企要发展，必须要找到新出路——混合所有制经济改革。

实践中，中航油与民营企业泽胜集团在2008年就率先推行了双方各占50%的对等股权混合所有制改革。此次改革不仅在股权结构安排上有所创新，而且深入到公司治理层面。本文拟就中航油与民营泽胜集团合作进行分析，探究中航油混合所有制改革中的股权结构安排问题。

一、中航油与泽胜集团混合所有制改革合作背景介绍

中航油是以原中国航空油料总公司为基础组建的国有大型航空运输服务保障企业，经营领域主要包括航油业务、油化贸易业务、物流业务以及国际业务等四大业务板块，旗下有8家全资子公司、3家控股和10家参股的海内外企业。泽胜集团是由1995年建立的重庆泽胜投资集团有限公司发展而来的综合性民营企业，涉及物流业、制造业、金融业、地产业、旅游业等五大产业板块，旗下有14家全资子公司、8家控股和1家参股公司。

2008年以来，西南地区航空运输快速发展，航空油料的需求急剧增长，但是由于西南本地区油料生产供应能力有限，导致航空油料严重不足，所需航油大量依赖中部地区的供应。中航油作为西南地区航油的主要供应商，为了保证其水路运输能力，曾打算独资组建运输公司，但是由于水路航运并不是中航油的主营业务，因而面临着诸多运营和管理方面的问题，所以中航油将航油运输业务外包给其他航运企业。然而航油运输业务的外包产生一个新问题，就是不能对航运业务进行直接控制和管理，可能会导致航油资源配置效率底下，而且存在潜在的安全隐患。

泽胜集团已经在长江流域从事了多年航油等危险化学品运输业务，中航油可以借助泽胜集团灵活的机制，以及在运输市场上强势的竞争力，解决其长江流域航空油料运输的问题。同时，作为民营企业的泽胜集团也面临着资金、管理规范化等各方面的问题，与中航油合作能很好地解决这些问题。因此，2008年10月，中航油的子公司中国航油集团物流有限公司与泽胜集团旗下船务公司合资成立了泽胜船务有限公司。在泽胜船务有限公司的出资情况和股权安排上，中航油和泽胜集团协商后推出了各占50%的混合模式的股权安排，其中中航油出资1.67亿元，泽胜集团以实物出资，含30艘船、8.5吨运力。中航油与泽胜集团合资组建新公司，是中航油对混合所有制改革的首次探索。

二、混合所有制改革中的股权结构安排分析

首先，中航油与泽胜集团双方各占50%的创新性股权结构解决了困扰国有企业和民营企业合作中的一个重大难题——股权比例安排。如果国有企业处于绝对控股地位，民营企业在经营管理上就会失去话语权，这对民营企业来说是不利的，他们也不会愿意参与进来。但是国有企业出于政治上的考虑也不愿意将控制权交出，况且考虑到国有资本流失的可能性，让民营企业处于主导地位也存在很大风险。中航油与泽胜集团都意识到这一问题的存在，所以为了

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

达成合作，推出了双方各占50%的股权结构安排。这一双方制衡的股权安排既解决了民营企业话语权的问题，又解决了国有资本可能流失的问题，同时使双方利益处于均衡状态，有利于企业良好运转。

其次，此次混改是中航油的子公司与泽胜集团的子公司展开合作，具有分层次、分业务混合所有制改革的特点。中航油的规模庞大、业务复杂，而泽胜集团规模小、业务简单，双方力量悬殊。如果此次混改在这两者之间展开，在规模匹配上、业务合作、经营目标和理念等方面必然会产生很多问题，而这种子公司间的合作使得上述很多问题迎刃而解，双方能够达到真正意义上的融合。而且，尽管中航油和泽胜集团的经营领域很广，但此次合作仅在运输业务上展开，这也表明在混改合作中要分业务进行合作，不能简单地全方面推行。同时，我们可以看到，尽管混合所有制改革是在2013年十八届三中全会重新赋予新意后提出，然而中航油与泽胜集团的合作早在2008年就已经开始，这表明企业不是顺应趋势进行改革，不是“为改而改”，而是源自双方经营业务发展的需要。

第三，此次混改创新点不仅包括股权结构安排，更深入到了公司治理层面。合资新公司在股东会、董事会、监事会以及管理层四个层次做出了安排：董事会共设置7人，中航油提名4人，包括一名董事长，泽胜集团提名3人，包括一名副董事长；监事会共由3人组成，中航油提名一人为监事会主席，泽胜集团提名一人，另一名为职工监事；在公司的经营管理层面上，总经理、两名副总以及安全总监由泽胜集团提名，而中航油提名一名副总和财务总监。这种一方控制董事会，一方控制经营层，以及“重大事项必须事先协商一致”的章程，使得企业在公司治理层面达到了一个激励制衡的效果。

最后，此次混改的成果是显著的。泽胜船务有限公司自成立以来，已成为长江石化运输领域的标杆企业。中航油在合作中不仅获得了利润增长，而且加强了对航运的监管和运输质量安全的控制，降低了航油运输的风险，有效地缓解了西南地区航油供应不足的问题。对泽胜集团而言，此次合作不仅解决了资金方面的问题，而且引入了中航油先进的管理团队和管理理念，使企业的效率和效益都得到提升。在泽胜船务有限公司运营取得成功的基础上，双方又以相同的股权比例合资组建了重庆泽胜船舶洗舱公司和中航油石油公司。

三、公司实际控制权的进一步讨论及反思

中航油与泽胜集团推行的双方各占50%的股权结构安排，被认为是“相近持股比”的一种极端情况。早在上世纪90年代末，Pagano和Roell对这种股权结构进行研究，认为这种制衡的股权结构能够对经理层进行监督，同时这种监督作用能够有效降低控制权的私人收益。尽管还有很多研究表明这种相近的持股比有利于公司业绩增长和价值增加，但是实际情况也不尽然。中国民营上市公司宏智科技股东间激烈的控制权之争，表明相近的持股比并没有表现出上述优势，并不会比一股独大的股权安排更有优势。中航油与泽胜集团对等股权结构的合作之所以能取得成功，一方面是因为泽胜船务有限公司是合资企业，双方各占50%的股权结构安排使得任何一方都不具有获取控制权私人收益的能力，相互监督的机制限制了管理者的自由量裁权。这不同于宏智科技的大股东相近的持股比，因为即使是大股东之间持股比例相近，仍然会存在公司控制权的争夺。另一方面此次混改更是将股权结构安排和公司治理结合起来，一方控制董事会，一方控制经理层，使得公司的权利达到一个相互制衡的状态，保证了公平性，所以能够起到激励的作用。

但是，这样的股权结构也是存在隐患的，即当双方针对一项决策无法达成一致意见时，由于双方权利相当，以及公司“重大事项必须事先协商一致”的章程会使企业不能快速做出决策，有可能错失重要的发展和成长机会。

（本文受国家社科基金〈项目编号14ZDA027和14BGL188〉资助，是北京市社科基金项目〈13JGB056〉和教育部人文社科项目〈11YJA630080〉的阶段成果，并隶属于科研基地建设-科技创新平台-现代商科特色项目〈PXM2015_014213_000063〉）

（作者单位：北京工商大学商学院/国有资产管理协同创新中心）

责任编辑　陈利花

主要参考文献

[1]陈彦斌，姚一旻. 中国经济增速放缓的原因、挑战与对策[J]. 中国人民大学学报，2012，(5).

[2]幸红. 混合所有制的“中国航油模式”[N]. 法制日报，2014-06-03.

[3]姚东琴. 国资委副主任谈本轮混改难点：配套改革非常迟缓[J]. 中国经济周刊，2014，(41).

[4]朱红军，汪辉.“股权制衡”可以改善公司治理吗？——宏智科技股份有限公司控制权之争的案例研究[J]. 管理世界，2004,(10).

[5] Pagano. M, Roell, The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Cost, Monitoring, and The Decision To Go Public[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1998, 188-225.

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net