

上市公司“二股东”投资战略分析

谢东

(武汉长江工商学院管理学院 武汉 430065)

【摘要】本文首先分析了我国上市公司二股东的投资战略,将之归纳为进退兼备型、韬光养晦型、主动让贤型、战略合作型四种类型,然后从投资目的、投资对象、资金成本、运作过程等方面比较分析各种投资战略,并提出若干建议。

【关键词】上市公司 二股东 投资战略

上市公司股东中的二股东作为一个群体,扮演着特殊的角色。一方面,他们的股份虽然仅次于大股东,但由于没有控制权,因而对公司经营管理决策的影响有限,在投资、经营乃至利润分配等诸多方面鲜有话语权。另一方面,与一般的小股东不同,二股东拥有相当的股权份额,甚至与第一大股东相当接近,但两者在公司中的地位与股权权重显著不匹配,导致两者关系较为微妙。

一、二股东投资战略类型

1. 进退兼备型。某些上市公司的二股东在投资之初,就看中上市公司公司的优良资源,而且其所辖企业与上市公司的行业相同或接近,有较强的可整合性。这类二股东实力雄厚,为达到快速控制上市公司的目的,往往采取在二级市场上增持等较为激进的投资策略,甚至进行恶意收购,大股东、二股东围绕上市公司的控制权竞争激烈。

银泰系与武汉国资围绕鄂武商的控股权之争,是武汉商业上市公司中的典型案例。2005年4月,鄂武商的控股股东武汉国资决定将银泰系作为战略投资者引入。但银泰系另有打算,仅三个月之后便在二级市场收购流通股。2006年4月至9月、2011年3月至8月,银泰系发动了两轮大幅增持攻势,大股东武汉国资(后为武商联)以与多家国资股东达成一致行动人的举措应对,但股份占比领先优势极小,始终无法与二股东银泰系拉开差距。为防止控制权旁落,大股东武商联不惜成本,采取直接在二级市场增持、向全体股东发出要约收购等低成本购入方式,累计投入资金超过11亿元,使控股比例提高到34.99%,明显领先于二股东银泰系。

而二股东银泰系最终选择了主动减持的务实策略。由于银泰系主要增持行为发生2005年7月至2006年9月,购入价格仅3-6元,虽后期增持成本稍高,但平均成本仍然较低,远低于大股东要约收购价格21.21元/股。这样,银泰系通过参与向武商联出售股份965.84万股,高位套现2.05亿元,实现税前利润约1.35亿元。

对于财力雄厚的二股东而言,前期持股成本较低是其战

略上可进可退的重要前提。如果能够顺利获取第一大股东的地位并控制上市公司,对于公司的战略布局和发展无疑有重大促进。如果不能获取第一大股东的地位,退而在股价较高的情况下减持,也能取得丰厚的投资回报。因此,无论二股东最终能否拿下上市公司的控股权,整体而言其投资策略仍然可圈可点,称得上成功。

2. 韬光养晦型。采取韬光养晦型的二股东在入股之初往往宣称仅作为战略投资者,以打消大股东的疑虑。在持有期间,二股东保持非控股股东的定位,鲜有急于抢班夺权的行为。不过,一旦大股东由于客观因素或自身原因减持股份时,二股东便会抓住机会,一举获取控制权,实现关键的一跳。如,万向集团惯于此类操作。该企业在制造业、农业等领域参股投资,投资初期均以战略投资者的身份先做“二股东”,不急于参与管理,而是积累行业经验,分享投资收益,耐心等待坐大时机。2000年6月,万向集团以战略投资者的身份出资5225万元从黑龙江富华集团手中受让华冠科技23.75%的股份,成为其第二大股东。2002年9月,华冠科技在上交所挂牌交易,上市公司主要由大股东富华集团(股权占比27.45%)及新疆德隆控制。2004年6月,德隆系崩盘,大举出击的时机来临,万向集团迅速从华富集团手中受让6.2%的股权,一跃成为华冠科技的第一大股东。

3. 主动让贤型。大股东虽然在上市公司股份占比中保持着最大的份额,但上市公司进一步壮大发展已遇到瓶颈,大股东为了公司更好地发展,引进经营管理方面更具实力的二股东,并主动让权,平稳过渡。如,南国置业战略引进水电地产后,董事长徐晓明主动退居二线。2013年3月4日南国置业召开股东大会时,大股东许晓明持有上市公司股份49.52%,二股东水电地产持股29.75%。但大股东徐晓明从2012年11月战略引进水电地产时,即通过转让间接持股的方式,减持套现逾14亿元,淡出一线的意图明显。南国置业新一届董事会中水电地产在7个非独董席位中获得4席,水电地产董事长夏进当选为新一任董事长,原董事长许晓明则被选为联席

董事长。大股东、二股东顺利实现权力交接,水电地产作为第二大股东,成为上市公司的实际控制人。

4. 战略合作型。二股东固守长线战略合作者的定位,无意谋取公司的控制权,在投入资金的同时引进先进的管理经验、技术手段及合作项目,促进产业结构升级,拓展产品市场占有率,增强企业核心竞争力和创新能力。战略合作型模式一般投资期较长,致力于企业可持续发展,谋求获得长期利益回报。如,长江通信1988年参股投资武汉长飞光纤光缆有限公司(简称长飞光纤),股权占比25%。25年来,长江通信作为非控股股东,在光电领域与长飞光纤有着广泛的合作,行业关联度高。该项投资初始成本5156万元,2012年末账面价值4.36亿元,当年分取红利高达3824万元,长线投资使公司受益匪浅、回报丰厚,长江通信固守长期战略合作者的投资策略相当成功。长江通信对长飞光纤股权投资采用权益法核算,2012年确认的投资收益为9120万元,占年度净利润的84%。可以说,长江通信的主要利润来源于长飞光纤,投资收益和股息红利成为长江通信利润和现金流的重要来源。

二、各类投资战略比较分析与建议

1. 从投资目的和获利方式比较。进退兼备型主要从公司业务整合、区域优势、多元化发展等角度出发,获取公司的控制权;一旦强攻不下,可以逼迫大股东增持,被投资公司股价上涨,转而以抛售股票、赚取差价方式获利。选择韬光养晦型的公司眼光长远,投资目标是成为上市公司的控股股东。但在投资方式分两步走:第一步是“当徒弟”,全面熟悉上市公司的运作,保住二股东现有的地位;第二步是当老板,在基本具备公司经营管理能力后,一旦大股东出现财务、经营困境或其他商机,借势入主。战略投资型二股东主要看中被投资企业的长期发展潜力和现金分红能力,并不需要掌握控股权,而是主要以获取投资收益、分得股息红利为获利方式。主动让贤型中大股东与二股东的良好沟通和相互认同是促成投资成功的前提和基础,两大股东之间一进一退需要相当默契,符合双方长远利益。

2. 从投资成本和资金压力方面分析。进退兼备型前期介入成本的控制尤为重要,初期投资成本应控制在较低的水平,才能为后期运作争取到更多的主动权。一般而言,后期争夺控股权的竞争态势明确后,二级市场的股价会大幅飙升,增持成本明显上涨,需要较为雄厚的财力。因此,大资金投入、高成本抢筹是二股东在决战阶段的显著特点。而韬光养晦型的优点在于能够较好控制成本投入,后期介入时往往采取较为温和的方式如协议收购等。由于没有激烈的纷争,成本相对较低。主动让贤型中,二股东在成为控股股东后,由于持股比例还低于大股东,后续或许会提高持股比例,以巩固控股地位。但这样会发生一定的增持成本。而战略合作型二股东在买入股票后,其投资目的不在于获取公司的控股权,往往不存在后续资金投入的问题。只有在上市公司给出优惠的配股条件下,二股东结合自身实际才考虑是否增持,因此

其后续投资的资金压力最小。

3. 从投资对象和运作过程看。二股东选择进退兼备型模式时,一般应选择股权分散、股价低迷、资产增值潜力大、业务关联度高的上市公司。由于进退兼备型模式需要预留的弹性空间较大,在介入之前需作充分准备,其可行性研究和前期筹划工作量很大,一旦操作不好,可能会出现进退两难的不利局面。二股东选择韬光养晦型模式,主要缘于原大股东引进战略投资者的门槛较高、处于“靓女不愁嫁”的强势地位,作为投资者要进入上市公司,初始阶段只能接受非控股地位。其运作成功的关键在于耐心等待时机,并长期保持较高的现金、股权、证券等资产储备,保持良好的财务状况。而主动让贤型的成功实施,最重要的是大股东在股权占比最多的情况下,敢于主动让出控制权。战略合作型二股东在选择投资对象时,应考虑具有经营发展潜力较大、战略合作领域广泛、盈利能力较强、股利分配制度合理等特点的公司,被投资企业的公司治理必须规范、民主,能够吸收非控股股东的合理意见,兼顾中小股东的利益。否则,即使被投资公司业绩良好,却多年不分红,会导致二股东投资收益低下。

4. 综合比较。进退兼备型适用于财力雄厚、主动出击的二股东,表现为咄咄逼人、针锋相对、“硬碰硬”的强攻。其优点在于借助资本的力量,力求在短时期内获取对上市公司的控制权,快速实现战略意图;同时留有退出的余地,在不能成为控股股东时可以抽资而退。缺点是资金投入量大,操作难度较大,投资运作需有相当功力。此外,此类模式往往与恶意收购联系,有一定的负面效应。

韬光养晦型则表现为二股东长期蛰伏、等待时机,在大股东出现困境时取而代之。其优点是整体运作稳健,不强行推进恶意收购策略,不存在大股东强烈对抗暗中使绊的风险,走的是“和平演变”之路。缺点是投资期较长,没有立竿见影的成效,需要时间换空间,经历较长时间出现较好的机会后企业战略目标方能实现。因此,要求二股东更加倾向于长线思维模式,更应具有战略眼光。

二股东成为大股东的最高境界是原大股东“主动让贤”,股东之间通过协商达成共识,平稳交接,有利于上市公司的持续发展。同时,大股东得以功成名就后逐步淡出一线,后期减持时可以实现较高价位套现。大股东贵有进退之明,在实务中较为少见,可遇不可求。

战略合作型适合于有闲置资金,但并无成熟的管理团队或精力无暇兼顾的投资者,表现为参股投资、战略合作、分取红利等形式,在经济生活较为常见。二股东选择什么样的投资类型,应结合自身战略规划、经济实力、投资风格及投资对象的特点精心筹划,切不可草率行事或盲目跟风。

主要参考文献

1. 杨海明,王燕. 投资学.上海:上海人民出版社,2003
2. 中国注册会计师协会.财务成本管理.北京:中国财政经济出版社,2012