

国有股的定价与流通

梁庆凯, 李奎, 陈晓红

(中南大学商学院, 湖南长沙, 410083)

摘要: 国有股的定价与流通已经成为我国证券市场发展的核心问题, 解决国有股问题的核心在于国有股定价。国有股定价与国有股的流通方式密切相关, 主要采取两种方式: 公司流通股股东竞价配售和弥补差价上市流通。在此基础上, 国有股只能按需流通, 同时还要采取相关措施和政策以确保国有股流通的顺利进行。

关键词: 国有股流通; 国有股定价; 存量国有股

中图分类号: F830.91

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2004)02-0211-06

自 2001 年 6 月见顶回落以来, 我国股票市场经历了两年多的调整时期。这时期的股市不仅未能反映我国的经济形势, 也影响了证券市场的稳定发展。投资者对股票市场的信心不足, 原因在于国有股(本文中国有股包括法人股等股份, 等同于不上市流通股份的概念)不能上市流通。可以说, 国有股问题已经成为我国证券市场发展的核心问题。只有解决了国有股流通问题, 才能为证券市场的长期稳定发展奠定制度基础。

一、国有股不流通带来的问题

国有股不流通带来的最严重的问题是同股不同价、同股不同权、同股不同利, 有悖于“公开、公正、公平”的原则, 使股票市场成为某些上市公司“圈钱”的场所^[1]。

(一) 国有股东通过流通股的高溢价发行肆意侵占流通股股东的利益

股票市场国有股“一股独大”, 完全控制了董事会和股东大会, 流通股股东投票权只具有象征意义, 一些上市公司“国企化”, 法人治理结构不规范, 大股东任意挪用、占用上市公司资金, 增加职务消费。同时由于国有股价值主要体现为每股净资产, 而流通股的价值表现为流通价格。价值取向的不同使上市公司经营表现为大股东利益最大化, 而不是全体股东利益最大化, 例如在收益分配的形式上, 国有股东倾向于现金分红, 不仅投资回报率高, 而且可以得到现

金回流; 但流通股股东则希望通过股票分红得到资本利得收益。又比如上市公司对筹资方式的选择: 目前资金市场比较宽裕, 利率较低, 投资者希望上市公司借入资金来扩大生产规模, 使股东收益最大化; 但这不符合国有股东利益最大化的原则^[2]。因为通过高价配股、增发新股, 每股净资产大幅度增加, 国有股东可以无偿占有大部分溢价发行所形成的资本公积, 而流通股价格下跌给流通股股东带来的损失则不是国有股东关心的问题, 但流通股股东对此却无能为力。当然上市公司对股权融资的偏好也从侧面反映了上市公司经营效率低下。

(二) 关于向外商转让上市公司国有股和法人股问题

《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》发布以后, 这一重大“利好”并没有给股市带来预期的反响, 原因在于《通知》的操作性较差。例如, 《通知》规定采取公开竞价方式向外商转让公司国有股和法人股, 并且外商在付清收购股权款项一年后还可以再将股权转让。首先是在如何竞价、与谁竞价上操作性很差; 其次中国证监会明确表示这部分股份不能上市流通, 那么外资高价收购的股份如何退出? 外商没有退出机制, 又怎么会进入呢? 由此可见, 《通知》对国有股流通意义不大。

(三) 管理层收购(MBO)与国有股协议转让

2002 年 6 月国有股终止在二级市场减持后, 已有多家民营企业 and 上市公司的经理阶层加速以托管、协议转让和 MBO 的形式受让国家股。买卖双

方都在资本运营的旗帜下,突击抢钱(股),落袋为安。原因就在于国有股与流通股同股不同价,分红收益率差别很大,还可以通过高价增发、配股获得增值。另外,低成本控股上市公司后,有些控股股东还可以从上市公司牟取各种不当利益,比如转移资金掏空上市公司、在二级市场坐庄等。因此,在有些情况下,MBO与国有股协议转让只会加速上市公司的贬值而不是提升上市公司的价值。这也正是财政部暂停上市公司实施MBO的原因之一。

由此可见,国有股流通问题的重要性和迫切性,解决得越晚,积累的问题就越多越复杂,对投资者信心的影响就越大。

二、存量国有股上市流通的定价

在设计国有股流通方案时,首先要对国有股定价。毫无疑问,国有股的基础价值应该是每股净资产^[3]。因为:首先国有股是根据净资产按一定比例折股形成的;其次国有股通过发行新股、配股、分红已经获得增值和现金回流。目前国有股的协议转让MBO实施价格等都是净资产为基础的,一些海外上市的公司,如在香港市场,股价也在净资产以下交易。既然如此,国有股为何不能以净资产为基础价进行转让呢?至于对流通股东的补偿,本文是通过对上市公司注资实现的。

(一) 国有股竞价配售^[4]

国有股竞价配售是国有股以净资产为底价,由公司流通股东按一定比例竞价申购配售股份。具体操作上是经批准后,有关部门应对国有股配售的份额、股权登记日、竞价申购比例、每股净资产、竞价日期等做出公告。申购结束后,按照价格优先、时间优先的原则确定申购成功者,配售股份可以在规定期限内上市流通。在配售前后,上市公司应公告其股权变动情况。因为其股权结构有可能发生重大变化,甚至可能出现收购行为。

至于配售申购限额,应该按配售股份的2倍左右由股东按持有流通股的比例竞价申购,这么做,一

方面是增加竞争性,保证国有股配售收入;另一方面由于同一公司股东对其他股东转让的股份有优先购买权,适度竞争可以让利给流通股东。

这里需要强调的是,国有股配售收入不是给国有股东,而是给上市公司,因为国有股东只能得到国有股净资产价值。当然,不同的上市公司,即使净资产相同,其盈利能力也不相同。为了更加客观反映国有股的价值,在计算国有股净资产时,可以用下面的公式:

配售后每股净资产 = (公司原有净资产 + 国有股配售收入 - 配售国有股总数 × 配售后每股净资产) / 公司总股本

解方程可得:

配售后每股净资产 = (公司原有净资产 + 国有股配售收入) / (公司总股本 + 配售国有股总数)

国有股竞价配售的优点是十分明显的:

(1) 对国有股东而言,至少获得了净资产价值。公司经营得越好,公司的股价就越高,相应的国有股配售价格也越高,配售后每股净资产增值就越多,国有股东得到的溢价收入就越高。因此,利用流通股东的竞价申购,可以通过市场对国有股进行合理定价,避免了国有股转让中的黑箱操作,国有股东也获得了应有的利益,使国有资产保值增值。

(2) 一般而言,国有股配售竞价形成的价格应该在每股净资产和流通股交易价格之间。因此,通过国有股配售,上市公司获得了再融资的机会。这样,不仅使公司的股权结构趋向合理,而且增强了上市公司的实力,提升了公司股票的价值。同时,如果国有股东占用上市公司资金,上市公司在向国有股东付款时还可以予以扣除。

(3) 切实维护了流通股东的利益,首先,国有股的配售价格由流通股东竞价确定,可以合理反映国有股的价值。其次,国有股配售可以从两方面给流通股东以补偿:一方面配售价格低于流通市价,投资者可以降低成本,流通股价格会出现“除权效应”,增加股票投资价值;另一方面,配售价格超过净资产的溢价,大部分归上市公司所有,而不是国有股东,同样提升了股票的价值。因此,这种定价方式符合流

通股东的利益。

一般情况下, 国有股竞价配售适用于单一国有股东持股比例过大、业绩优良的上市公司。在不失去控股权的前提下, 由于其股价高, 国有股竞价配售可以使上市公司在股本规模不变的情况下, 募集更多资金, 降低投资者成本和股票价格, 增加股票投资价值, 改善公司股本结构。这也是国家开发银行、各金融资产管理公司持有的上市公司债转股的较好退出方式。

(二) 弥补差价上市流通

所谓弥补差价上市流通是指由于国有股形成时与流通股同股不同价, 在国有股东按每股净资产与流通股价格差额向上市公司注入资金的前提下, 取得流通权, 从而上市流通的一种国有股流通方式。其出发点在于上市公司成立时, 明确规定国有股是不流通的, 而且同股不同价。既然现在要流通, 那么就要与流通股同股同价, 这样才能体现股票市场的“三公”原则。这也是一种多赢的流通方式。

其具体做法应首先要确定流通股价格, 可以考虑用方案公布前 60 或者 120 日收盘价的平均价来作为流通股价格(当然, 该价格需要股东大会其他股东表决通过), 然后参考国有股配售后每股净资产计算公式, 计算出国有股东实际出资额:

国有股东应出资总额= 获得流通权股份总数 × 流通股价格;

弥补差价后每股净资产= (公司原有净资产+ 国有股东应出资总额)/(公司总股本+ 获得流通权股份总数);

国有股东实际出资额= 国有股东应出资总额- 弥补差价后每股净资产 × 获得流通权股份总数。

也就是说, 国有股东实际出资额不包括国有股的净资产价值及其增值。很明显, 国有股东和流通股股东一样分享了上市公司净资产的增值。

(1) 流通权的获得者有两种情况: 一种是股东不变, 市场低迷时国有股东向上市公司注资后取得部分国有股流通权, 市场高涨时卖出, 既变现了股权资产, 增加资本利得收益, 又继续拥有上市公司的控股权, 国有股每股净资产也有所增加, 何乐而不为

呢? 另一种是股权转让, 按照上面的公式, 新股东向上市公司支付全部资金, 再由上市公司向原股东支付弥补差价后该股份的净资产价值(如果有的话, 同样可以扣除大股东占用的资金)。这种方式交易价格虽然提高很多, 但是仍然低于二级市场收购的成本, 而且由于向上市公司注入了资金, 为上市公司的资产重组和长远发展奠定了财务基础, 减少了今后经营投入, 每股净资产的增加使其本身也获得收益。另外, 控股权转让带来经营效益的提高可以使股价明显上升, 股权的流通性可以使其能够获得资本利得收益并能够方便退出。还有, 原股东不仅可以变现部分国有股权, 持有的剩余股份升值, 还可以搭新股东良好经营的便车。

(2) 这种流通方式对上市公司是有利无弊的, 不仅使上市公司获得了资金, 还使其股本结构更加合理, 有利于建立科学的法人治理结构, 从而提高公司经营管理水平。

(3) 对于投资者而言, 这种流通方式只是增加了流通股份(实际上取得流通权的国有股一般要有一定的持股期限), 但股本结构完善了, 股票的内在价值提高了, 公司的经营也可能有较大的改善。流通股份增加, 风险小了; 股票内在价值增加, 投资价值上升了。

由此可见, 这也是国有股流通的有利方式。对于经营不善、亟需资金进行资产重组的垃圾股, 尤其发生控股权转让的公司, 由于绝对股价低, 吸引力会更大。目前由于国有股一股独大, 不少上市公司并没有建立科学的现代企业制度, 经营不善, 难以为继, 又难以获得外部融资, 造成很大的资源浪费。通过这种方式实现国有股流通, 完善了公司法人治理结构, 提升了公司实力和质量, 盘活了社会资源, 充分发挥了股票市场合理配置资源的功能, 并且操作简单, 有利于股票市场的健康发展。国有股东也可以通过这种方式减持国有股并实现全部股权的流通。

另外, 对于资不抵债的上市公司, 也可以利用这种方式进行债转股, 化解金融风险。如 ST 郑百文、渝钛白 ST 中华等上市公司, 都欠了资产管理公司

巨额债务。它们在资产重组过程中,完全可以通过这种方式来减轻上市公司的债务负担。像ST郑百文,信达资产管理公司完全可以像三联集团那样,自己接受上市公司50%的股份,然后再弥补差价使国有股实现流通,或者先缩股,再债转股,没必要像现在那样承受那么大的损失。还有渝钛白,长城资产管理公司也可以通过这种方式实现国有股流通性,减轻上市公司债务,为未来顺利、盈利性退出铺平道路。按目前的转让方式,长城资产管理公司是无论如何也难以弥补全部亏损的。

(三) 配售定价、弥补差价流通

这也可称为混合方式,其实质是利用少量国有股竞价配售确定国有股的市场价格,然后国有股东再弥补差价取得流通权的一种国有股流通方式。与前一种方式相比,这种流通方式的优点在于国有股定价更加合理,比一定日期的股票流通价格的平均更客观,也更尊重流通股东的权利。但是在实际操作中,由于存在利好预期,这种方式定价可能要高一些,国有股东不一定接受。

《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》指出:要适应经济市场化不断发展的趋势,进一步增强公有制经济的活力,大力发展国有资本、集体资本和非公有资本等参股的混合所有制经济,实现投资主体多元化,使股份制成为公有制的主要实现形式。需要由国有资本控股的企业,应区别不同情况实行绝对控股或相对控股。完善国有资本有进有退、合理流动的机制,进一步推动国有资本更多的投向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域,增强国有经济的控制力。本文认为,前面论述的存量国有股流通方式符合国有资产管理的发展方向,能够处理好国有股东、流通股东和上市公司之间的利益分配问题。另外,国有股流通应该是一个长期的过程,只能按需流通,除了少量国有股行政划拨外,原则上所有国有股转让只能按照上述定价方式解决流通性,其余未转让部分,既可以按照上述方式实现流通性,也可以继续保持原状。这样,国有股流通就不是国有股东套现、圈钱,而是与建立完善的法人治理结构和公司资产重组等有效的结合

起来,国有股流通的资金需求也不会像原来想象的那么大,资金来源比较明确,避免了国有股流通问题的复杂化,提高了上市公司的质量^[5]。

三、与存量国有股流通相关的其它措施和政策

(一) 新股全流通问题

目前新股发行价格较低,应该是实行新股全流通的大好时机。比如中国联通、中信证券等股票市盈率、市净率、绝对价格都不高,全流通完全可行。之所以不能实行全流通主要有两方面的担心:一是全流通对股市的冲击;二是新股发行价格低会带动股市重心下移。如果按照上述方式实现存量国有股流通,而新股全流通,实际上把证券市场分成了两个部分,一方面新股全流通与存量国有股流通无关,也就不构成冲击;另一方面存量国有股流通时,上市公司有再筹资功能,每股净资产增加,并且还可能“除权效应”,因此,原有股票价格高一些也是正常。这样,新股股价低,股权结构合理;原有股票有升值潜力,整体上提高了内地股市的投资价值。

由此可见,如果存量国有股按上述方式流通,那么根据公司法规定新股发行三年后全流通完全可行。这样发起人股东发行新股的价格就比较合理,其主要目的在于完善公司治理结构而非圈钱,当然大股东可以从市价减持中获得上市溢价,这就要求其以良好经营来维护公司股价,从而保护流通股东的利益。如此,大股东掏空上市公司的恶劣行为就会少一些,公司容易建立科学的法人治理结构,证券市场的功能得到完善,有利于培养正确的股票投资理念。

(二) 三板全流通问题

短期看,三板全流通是证券市场的利空消息。但是,从长远发展看,三板全流通是完善我国证券市场的重要举措。首先,三板全流通克服了国有股不流通所带来的种种弊端,实现了同股同价、同股同权、同股同利,增强了大股东进行资产重组、提高经

营管理水平,改善公司经营效益的积极性。其次,三板全流通有利于培养正确的投资理念。三板全流通一旦实施,由于原有国有股成本较低,按市场价格减持获利空间很大,对公司股票价格冲击很大。这样有利于抑制主板市场对经营不善公司股票的过度投机,由此带来一些股票价格下跌是正常的“挤泡沫”现象,没必要担心。最后,与主板存量国有股流通方式相比,国有股三板流通的收益会大大降低,公司本身也丧失了再融资能力,这就会约束国有股东,从而良好经营。

(三) 国有股配股及其送转股流通问题

国有股配股及其送转股流通问题一直是国有股流通讨论中忽略的问题。既然同股同价,那么国有股配股也应该和流通股配股同股同权,允许上市流通,否则是对国有股的歧视。采取的方式应和转配股上市类似,根据形成时间,逐步分批上市流通。需要明确的是,取得流通权的国有股配股及其送转股的卖出,要根据控股情况经管理部门授权实施。另外,这部分股票上市可以和国有股配售、转让结合起来,以获得更好的收益。

国有股配股及其送转股的流通,有利于改善上市公司的股本结构,有利于提高大股东配股和对上市公司进行资产重组的积极性,提高上市公司的质量。

(四) 其它国有股流通、减持方式的管理

1. 国有股回购

股份回购作为一种公司所有权结构和控制权结构变更类型的公司重组形式,能够得到股票市场的认同,原因在于回购能够照顾到各方面的利益,消除股权结构复杂性所潜伏的隐患,并实现国有经济的战略性转移。但是由于国有股回购要求上市公司有充裕的资金,资产负债率与流动比率比较合理等,很多公司不具备这个条件。但是,鉴于目前有不少大股东占用上市公司的资金,在有关规定允许的情况下,可以考虑用回购方式抵消大股东欠款。回购也可以与前面的国有股流通方式相结合,以进一步完善上市公司的股权结构。

2. 国有股向外商转让、国有股协议转让与 MBO

的实施

如前所述,今后办理上述业务时,国有股应该按照前述方式进行定价,这样才能正确反映国有股的价值,规范上市公司的股权结构,提高上市公司的质量,保护流通股东的权益。当然,这种方式下,国有股受让方的成本可能高些,但是,受让的股份是流通的,上市公司的财务状况大幅改善,只要持股者有能力认真经营而不是借重组之名炒做股票,那么受让方的投资回报会更高。这种方式还可以有效地避免内幕交易,减少国有股转让中的做庄现象。

3. 暂停非全流通上市公司的增发配股申请

如前分析,非全流通的上市公司,由于大股东持有非流通股份,为了增加每股净资产,具有高价增发配股的利益冲动,损害流通股东的利益。而流通股股东的表决权有限,难以阻止这种现象。为了避免出现这种情况,可以暂停非全流通上市公司的增发配股申请。如果确有资金需求,上市公司既可以申请借款,也可以按照上述国有股流通方式满足融资需求。至于控股权,其实没必要担心,像沪市的三无板块,控股股东持股比例都很低,国有股东完全没必要绝对控股。这样可以用较少的国有资产控制更多的社会资源,实现国有资产的保值增值和战略性转移,也有效地保护了中小股东的利益。因为这种方式下,表决权是在流通股手中,而不像增发配股那样由国有股东控制一切。

(五) 适时适度开展信用交易,促进证券市场发展和投资增长

“九五”以来,与世界其它国家经济出现负增长或略有增长相比,尽管我国经济依靠积极的财政政策扩大内需,经济增长一枝独秀,但是民间投资没有得到有效启动、现实经济增长率明显低于潜在经济增长率是显而易见的事实,各商业银行的巨额不良资产仍然存在很大的金融风险。

在这种情况下,如果按照前面所述实现国有股流通,适时适度开展信用交易,可以有效地促进国民经济发展。

(1) 国有股流通可以提高上市公司质量,降低证券市场的系统性风险,从而降低开展信用交易的

政策风险;信用交易的开展由为国有股流通提供充足的资金来源,为国有股流通奠定物质基础。二者形成良性循环,共同促进我国证券市场的稳定发展。

(2) 信用交易的开展可以提高信贷资产质量,化解金融风险。一方面,信用交易形成的新增信贷资产有流通股作抵押,资产质量得到保证。另一方面,国有股流通的顺利实施可以增加国有股东和上市公司的资金来源,从而提高存量信贷资产的质量。

(3) 信用交易的开展有利于扩大内需,促进经济增长。“九五”以来,我国连续八次降低存贷款利率,但是银行储蓄存款的增长速度一直快于国民经济的增长速度,与此同时,金融机构的存贷差增长速度又一直快于存款增长速度。这说明我国大量的储蓄无法转化为投资,意味着最为稀缺的资源——资本利用率和金融机构效率低下。这就要求我们有必要改善目前利用外资的政策,把重点放在有效利用内资上。信用交易可以实现由储蓄到投资的转化,提高金融机构的盈利水平,降低国有股东和上市公

司筹资成本,促进其扩大投资。证券市场的稳定发展也会促进居民消费需求的增长、国企改革的深化和国民经济的发展。

综上所述,笔者认为,如果采取上述措施,我国A股市场将消除国有股、法人股等区别,统一为非流通股、流通股,股权结构趋向合理。更重要的是,上市公司质量得到提高,投资价值增加,更有利于我国证券市场的发展。

参考文献:

- [1] 蓝发钦,王学英.减持之路——国有股减持的环境、途径和策略[M].上海:上海远东出版社,2001.51-253.
- [2] 林义相.以制度创新保护流通股股东合法权益[N].中国证券报,2003-11-06(13).
- [3] 李奎,梁庆凯,黄璞.备兑凭证减持国有股刍议[N].中国证券报,2001-12-05(10).
- [4] 李奎.国有股配售的合理化[J].中国投资,1999,(12):27-30.
- [5] 朱利.资本市场:发展还是硬道理——学习十六届三中全会决定的体会[N].证券时报,2003-11-10(5).

The pricing and liquidity of state-owned shares

LIANG Qing-kai, LI Kui, Chen Xiao-hong

(School of Business, Central South University, Changsha 410083, China)

Abstract: The pricing and liquidity of state-owned shares has become the core problem during the development of our stock market. According to the practice in China, the key is how to price the state-owned shares. It depends on the way of their liquidity: sale to the liquidate share-holders according to their offers or getting the liquidity right by putting some capital into the company. On this basis, the state-owned shares can freely trade according to their needs, and some measures should be taken to assure it.

Key words: state-owned share's liquidity; state-owned share's price; stock of state-owned shares

[编辑:汪晓]