

### 学术资讯中心

- 经济研究论丛
- 重大课题进展
- 学术成果发布
- 研究机构动态
- 国际学术文献
- 学者动态
- 经济学书刊热点
- 国际交流项目
- 学术资讯中心投稿邮箱:jjybjb@163.com

### 作者投稿查询系统

点击进入 >>

《经济研究》  
过刊查询 >>

### 方法论讲堂 (多媒体)

• 经济学的思想与方法  
---上海财经大学 田国强

more >>

### 经济学书刊热点

## 国有股转持的法律风险及防范对策

时间: 2011-12-13 稿件来源: 中国人民大学书报资料中心

### 一、股权资产流失的风险

《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》(以下简称“《实施办法》”)第六条规定:股权分置改革新老划断后,凡在境内证券市场首次公开发行股票并上市的含国有股的股份有限公司,除国务院另有规定的,均须按首次公开发行时实际发行股份数量的10%,将股份有限公司部分国有股转由社保基金会持有,国有股东持股数量少于应转持股份数量的,按实际持股数量转持。这就意味着国有股东在所投资企业IPO之前,必须按照一定的比例转持上市公司股份;如果出现IPO企业的国有股比例偏低,或者发行比例偏高的时候,可出现国有股东持股数量少于应转持股份数量的情形,那么应该按实际持股数量全部转持给社保基金会,从而破了国有股东投资的退出机制。

《实施办法》所称国有股转持是针对境内证券市场的IPO公司而言,国有股东法人为了减轻“国有股转持”带来的不利影响,可以考虑采取境外上市或者境内借壳上市等退出方式回避“国有股转持”问题。境外上市是指境内股份有限公司向境外投资者发行股票并在境外证券交易所公开上市。根据《实施办法》的有关规定,国有股法人通过境外上市实现退出,不必履行转持手续。境内借壳上市是指非上市公司通过对境内的上市公司(壳公司)注入资产实现收购并控股该壳公司而取得上市资格。根据《实施办法》的相关规定,国有股东法人投资的拟上市公司通过境内借壳上市也不必履行转持义务。

### 二、偿债能力减弱的风险

在商业实务中,一方面,国有股东法人举外债,如向银行贷款是很平常的经营运作,另一方面,一些国有股东在被投资企业中的持股比例不超过30%,特别是在拟上市、处于成熟期的企业中的持股比例更少。在这种情况下,国有股东法人持有的所有股份将可能被全部划转,投资成本将无法收回。因此,在国有股东无偿转持后,国有股东法人的对外偿债能力必然减弱,甚至埋下破产清算的隐患。拟上市公司可以按照相关上市法律法规规定,公司股本总额达到人民币4亿元的,其向社会公开发行的股票比例在10%以上;公司股本总额在4亿元以下的,公司公开发行的股份占公司股份总数的25%以上。拟上市的国有控股公司可在上述范围内通过减少发行份额来降低大股东转持社保基金的比例。

由于《实施办法》是根据股份有限公司首次公开发行的股票数量来计算应转持数量,因此对于境内IPO的上市公司,也可以采取适当减少IPO股份数量的策略,以达到减少转持股份数量的目的。

### 三、市场的公平竞争权受损的风险

根据《实施办法》规定,项目企业IPO时第一大股东要向国有资产监督管理机构申请确认国有股东身份和转持股份数量,国有股转持批复是项目企业发行股票并上市的必备文件。该规定将导致上市进程增长和上市程序复杂,从而影响国有股东法人和社会股东法人的公平竞争权,是一种潜歧视的政策体现。

根据《实施办法》第五条的相关规定,国有股转持是按股份有限公司在IPO时实际发行股份数量的10%计算应转持股份数量,这就意味着应转持数量与国有股东法人的持股数量无关。那么, IPO的拟上市公司的国有股比例越大,国有股东法人的投资比例越高,国有股转持的不利影响就越小。因此,国有股东法人在选择创业投资项的时候,尽可能地选择国有资本比例较大的企业进行投资,或者尽可能地提高其投资比例,这样可以减轻“国有股转持”带来的不利影响。

### 四、激励约束机制受阻的风险

国有股东法人进行股权投资是规范化、高效率的运作,需要专业投资人员在投资项目选择、判断和投资后管理等一系列工作过程中始终保持良好的职业道德和敬业精神。为了防范管理团队成员的道德风险,更好地对团队成员进行激励约束,在国内外通行的创业投资运作模式中,管理团队以自有资金对投资活动缴纳一定比例的风险金,风险金承担投资活动的一部分亏损责任,若实现超额投资收益,管理人可获得部分业绩报酬。实

国有股转持后，创投机构的投资收益将会大幅减少甚至无法收回投资成本，这将导致对管理团队的激励约束机制无法正常实施。

国有性质企业可以通过与其他投资者联合成立非国有控股的基金公司，通过非国有性质的子基金公司进行股权投资。根据对《实施办法》规定的理解，如果对上市公司的投资主体为非国有性质，则无须承担转持义务。时，国有性质法人则可以通过子基金公司的分红而获得应有的收益。

#### 五、转持异议救济机制缺失的风险

当国有股东对转持义务提出异议时，地方各级国资委，包括地级市国资委、省国资委、国务院国资委产和都没有法定权限接受异议及提供相关救济。并且，尚缺少国有股东与全国社保基金理事会直接对话的渠道，更用说是司法救济机制。国有股东法人可以选择处于初创期的未来有较大成长空间的好项目。这类项目往往距离业上市时间较早，投资后有足够的时间提供适宜的增值服务，尤其是此时国有股所占比例较小时，在IPO前将国有股转让给规模更大的非国有投资机构是最佳选择。采取这种投资方式，合理地规避了上市后划拨的命运，管收益不如IPO退出那么高，但依然还是有利可图。

#### 六、大股东或控股股东地位丧失的风险

当国有股转持后，国有股东法人作为投资企业的大股东或者控股股东的地位将面临丧失的可能性。国有性企业可以通过先在境外设立子公司，然后由该境外子公司在境内再设立外资子公司，最后通过该外资子公司进行股权投资。根据对《实施办法》规定的理解，如果对上市公司的投资主体为非国有性质，则无须承担转持义务同时，国有性质企业则可以通过该外资子公司的分红而获得应有的收益。

#### 七、国有股东法人现金资产流失的风险

《实施办法》规定，对符合直接转持股份条件，但根据国家相关规定需要保持国有控股地位的，经国有资产监督管理机构批准，允许国有股东在确保资金及时、足额上缴中央金库情况下，采取包括但不限于以分红或自有资金等方式履行转持义务。对于持股分散的国有上市公司来说，其国有大股东为维持其绝对控股地位必然会按有股转持批复的要求，及时足额就地上缴到中央金库，从而导致国有股东法人现金资产的流失。

根据《财政部、国资委、证监会、社保基金会关于豁免国有创业投资机构和国有创业投资引导基金国有股转持义务有关问题的通知》（财企[2010]278号），为进一步提高国有资本从事创业投资的积极性，鼓励和引导国有创业投资机构加大对中早期项目的投资，促进我国创业投资事业的发展和科技创新目标的实现，经国务院批准符合条件的国有创业投资机构和国有创业投资引导基金，投资于未上市中小企业形成的国有股，可申请豁免国有股转持义务。

#### 八、债权人提起预期违约请求权和财产保全的风险

这里所说的“债权人”包括补偿债权人和其他债权人。补偿债权人是一种法定的债权人，其渊源是《实办法》第九条的规定，混合所有制的国有股东，由该类国有股东的国有出资人按其持股比例乘以该类国有股东应