通过不断提升上市公司价值逐步平稳解决股权分置问题(波涛；2003年12月20日)

文章作者：波 涛

（一）“利益共享的预设未来流通权计划”一文写于2002年2月，中证报当时曾计划刊出，但因届时一切相关讨论被紧急叫停而未及见报。

从那时起转眼将近两年过去了。经过这两年我国股市发展的波折及社会对全流通问题的反复思索与讨论，使我更加坚信该文所提出方案的设计思想对未来平稳解决我国股市的股权分置问题具有积极的参考意义。

（二）近年来，国有股（及法人股）的流通减持实践已是一波三折。而关于它的大讨论也已有两次。在这一过程中我们可以看到人们思想认识的发展变化。在第一次国有股流通大讨论时，主流的设计思想是“统一规则、集中决策”。而在本次大讨论时，主流设计思想已发展为“统一规则、分散决策”。从中我们可以看到“民主化、科学化”决策思想的发展。

但是，在这两次大讨论中，绝大多数方案设计仍局限于一个比较狭隘的视角，即单纯从看过去的眼光,从静态的眼光，从利益分割的角度来进行方案设计。这样一来，这些方案无论怎么变化，实质上都是在讲一个对过去的财富现在如何重新划分的问题。这就好像日常生活中人们要谈“分家”，以及“分家”如何分得令各方满意的问题。但是，要分家分得令各方真正满意，如果不是一件做不到的事，至少也是一件非常困难的事。“分家”无论是由一个“大法官”来判决（如第一次大讨论的结果），还是由各家自己来商定（如此次大讨论的主流观点），要达到能让各方满意接受的结果都将是非常艰难的。你见过几起分家分得各方皆大欢喜的案例?

而“利益共享”一文所提方案的设计思想，则是完全不同的思路。这里主张人们跳出利益分割的静态眼光来处理全流通问题，从“财富创造”的眼光，从面对未来的眼光来寻找解决方案，从中寻求当事各方的更大利益。这就好比敦促当事各方不要再琢磨着如何把家分好，而是激励大家齐心协力把将来的日子过好，一起创造更多的财富。在未来财富的共同创造中争取各方更大的利益。

（三）如果单纯从“利益分割”的角度来考虑问题，无论方案怎样设计，无论采取“集中决策”还是“分散决策”，我们可以看到这些方案都很难解决以下几个难点问题：

一是如何调动绩优上市公司参与解决股权分置问题的积极性？

从调查研究中我们可以看出，绩优上市公司（无论是国企上市公司还是民营上市公司）主动参与解决股权分置问题的积极性最低。相反，绩平和绩差上市公司为求变革参与解决股权分置问题的积极性相对较高。

但是，如果没有绩优上市公司的积极性和积极参与，解决股权分置问题的政策效应究竟是为了鼓励先进还是为了奖励后进？

二是如何打消国资管理部门、特别是中央国资管理部门对“国有资产流失”的疑虑？

现在的很多讨论方案，都不能有效打消国资管理部门对在解决股权分置过程中，如何保证“国有资产不流失”，并争取“保值增值”结果的种种疑虑。这对国有大型骨干企业是否及如何参与解决股权分置问题尤为关键。

三是如何解决新股全流通与老股全流通的关系问题？

现在的很多讨论方案，都不能提出对这一难点的解决办法:

新股如果先实现全流通，势将会对老股形成冲击。新股如果维持老办法，则问题仍将边解决边积累。新股如果停止发行，则不符合国民经济改革发展的整体利益。

现在的很多方案都回避了这个关键问题。但如果这个问题不解决，股权分置问题很难顺利解决。

四是如何准确评估流通方案的政策效应？

现有的很多讨论方案，都不能给出准确的量化的在大规模应用后的政策效应的评估。这就增加了决策难度，以及市场可能承受的政策风险。

（四）“利益共享”一文所提方案的设计思想，可以基本解决这几个关键性的难点问题：一是该方案明显有利于绩优上市公司率先解决股权分置问题。

按照“利益共享”一文的设计，很多绩优上市公司都可能通过自己的努力经营，在三至五年或稍长一点的时间内，达到方案设计的标准，进而实现国有股法人股的全流通。

二是该方案还明显有助于激励后进上市公司争取先进。

对于绩平和绩差上市公司，该方案同样具有明显的激励机制。上市公司即使目前业绩不太好，但经过并购重组和改善经营，同样有可能达到全流通标准。另外，该方案实际上对实质性并购重组的组织者一方提供了更有利的激励机制，通过市场化的退出机制对他们的贡献将给与比目前机制更大得多的激励。

三是该方案可以同时解决新股全流通问题。该方案具有高度的灵活性和兼容性。

该方案的突出特点之一是高度的灵活性和兼容性。

该方案可以单独用于解决老股问题，可以单独用于解决新股问题，也可用于新股老股问题一并解决。

该方案可以单独用于某一上市公司，也可同时用于全体上市公司。

该方案可以单独使用，也可与任何其他方案组合使用。

四是该方案可以有效解决国有资产在解决股权分置问题时的保值增值问题。

根据方案设计时(2002年2月)的测算，如果按照该方案解决股权分置问题，则当股权分置问题基本解决时:

国有股法人股股东可预期增值收益将不少于31200亿元;

流通股股东可预期增值收益将至少为5200亿元-10400亿元或更多。

很明显，这是一个能够实现各方多赢的方案设计。

五是该方案可以有效保护流通股股东的权益。

该方案对流通股股东的权益，提供了比较任何其他方案都更强有力且更切实可靠的系列保护措施。这一系列保护措施主要体现在以下几个方面：

第一,对国有股法人股规定了可转为流通的“最低限价”，即国有股法人股必须在此限价之上才能根据需要进入实际流通。这种交易机制的设定决定了国有股法人股若要进行大规模的实际减持操作，则必须有公司价值作为支撑、必须有公司业绩作为支撑才有可能进行。也就是说，只有在买方认为既使是在此价格下公司股份仍然“物有所值”的情况下才有可能发生。

因此，如果此刻没有买方的强烈的买入意愿，如果买方没有对公司未来发展前景的良好预期，国有股法人股的实际减持的是不可能进行的，也就不存在国有股法人股股东在违背流通股股东意愿的情况下进行大规模抛售的可能。

第二,流通股股东在是否承接国有股法人股实际减持所持股份的问题上始终具有最后决定权。

如上所述，通过对“最低限价”所规定的交易机制，国有股法人股实际减持时的最终交易权是始终置于流通股股东手中。只有在流通股股东愿意买的情况下，国有股法人股股东才可能出价并可能进行交易。卖方必须能让买方确信是“物有所值”甚至是“物超所值”时买方才可能被动员参与交易。因此在该方案设计之下，国有股法人股股东拥有决定如何不断提升公司价值进而提升各类公司股东价值的主动权，而流通股股东拥有决定是否允许国有股法人股进入实际流通的主动权。

第三,对国有股法人股可转为流通的“最低限价”，规定在市场现价之上，这就完全排除了解决股权分置过程所可能产生的利空因素。这一最低限价是必须通过公司不断提升自身价值才可能达到的“未来价格”，并且这一“未来价格”是公开透明且事先公之于众的，因此对现实的市场价格不可能产生利空影响。

第四,该方案设计了流通股股东参与的“利益共享”机制，即若发生国有股法人股在流通限价之上实际进行减持时，对净资产值至实际减持价格之间的差价的一个比例将以现金红利方式分配给流通股股东。流通股股东在这一项上的利益预期按2002年2月的数字计算至少为5200亿元-10400亿元。

第五,这一数字，还没有计算从当时市场价格至流通最低限价之间流通股股价上升的升幅所带给流通股股东的巨大利益。

由以上分析可以看出，该方案对流通股股东利益的保护不但切实可行，具体明确，而且利益相当可观。这将有利于调动流通股股东参与解决股权分置问题的积极性。

六是该方案具有确切的政策效应。

由于当事各方根据该方案都有明确的利益预期，因此该方案不可能产生任何重大利空影响，并可以对股权分置问题的解决过程给出一个大体清晰的时间表。

（五）“利益共享”一文所提方案的基本思路可以大体概述如下：对拟解决股权分置问题的上市公司，可按方案中制定的规则制定一个“最低限价”，而这个最低限价要高于该股票目前市场价格的一个规定幅度.（注：也可设计成阶梯式系列“最低限价”）。

当未来该股票的市场价格最终上升到高于该最低限价时（或该系列最低限价时），则对应的国有股法人股将自动获得上市流通权。

但是，如果该国有股法人股要实际进入二级市场流通，则必须在该限价之上首次进入二级市场流通，对这些股票禁止在该限价之下首次进入二级市场流通。正是这一机制可保障当事各方的利益。同时，国有股法人股要进入实际流通，还必须遵守监管部门对大宗股票流通或转让的其他相关规定。

（六）“利益共享”一文所提方案的基石，是对我国国民经济的改革发展以及我国上市公司整体业绩不断提高的前景抱有坚定不移的信心。这一方案正是要把解决股权分置问题放在这一大背景之下逐步解决，并且把我国国民经济的持续发展和上市公司整体业绩的不断提高作为解决股权分置问题的基本条件和基本推动力。

如果你确实对我国国民经济的改革发展抱有信心，如果你确实对我国上市公司整体业绩将随我国经济的快速发展而不断提升抱有信心，你就会认同“利益共享”一文所提方案具有内在逻辑的合理性。

两年前，当这一思想提出供讨论时，特别是第一稿供讨论时（见中证报2001年12月10日），很多人曾激烈反对这一提案。那时的人们普遍不认同价值投资的理念，不认同价格最终要反映价值的客观规律，对我国股市的前景和国民经济发展的前景相当悲观。

两年过去了，我国国民经济已经走出了低谷，我国股市已经开始显现复苏的迹象，价值投资的理念也比以前得到更广泛的认同。该方案所提出的解决股权分置问题的基本思路，即依靠国民经济的持续高速发展和上市公司整体业绩的不断提升来逐步解决股权分置问题的基本思想，相信会得到更多人的认同。

不信吗？中石化股票就是一个例子。

文章出处：《中国证券报》

[推荐朋友] [关闭窗口] [回到顶部]

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛 | 中国社会科学院保险与经济研究中心 | IFB外商投资中心 | IFB基金研究与评价中心

地址： 北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307

版权所有：中国社会科学院金融研究所