



您的位置：首页 - 文章选登

简单的是美丽的——关于市场化竞价除权方案的通俗说明(华生，2003年12月31日)

文章作者：华生

十六届三中全会关于加快发展资本市场和促进资本等要素价格市场化的决定，为解决股市全流通即资本市场主体部分的市场化问题奠定了基础。证券监管的有关政策规划部门提出了统一规则，分散决策，即走市场化的道路，在各上市公司流通股股东与非流通股股东自愿和平等的基础上，解决问题的思路。同时，国有股的出资人摒弃了过去强行按市价优先减持的特权思想，提出了一视同仁，平等对待各类股东的主张，认为上市公司的国有股权的转让，可以在不低于自己设置的净资产底价的基础上，结合企业盈利和市场状况，综合决定，并提出“今后要改革转让办法，形成市场决定价格的机制”（李毅中，“李毅中纵论国资改革”，《财经》2003年第24期）。这些意见虽然还有不明朗、可商榷之处，但各方的意见已经相当接近。可以说，有关决策部门对全流通问题，早解决比晚解决主动、走市场决定价格的道路等认识已经趋向一致，问题只是取决于寻找一个大家都能接受的市场化方案。从这个意义上说，全流通改革已经到了万事俱备，只欠好的市场解决方案的关键阶段。

我们已经指出，全流通必须坚持多赢，才能形成共识的方案。但在多赢的基础上，要真正最终形成共识方案还要解决方法论问题。现在有不少人设计的方案，首先提出一大堆要求，人为规定很多条件，设计出错综复杂的程序，或者要以改变很多现行法规和权力分配为前提，这就很难具有可行性或可操作性，也很难达成共识。走市场化道路其一是要明确非流通股不可能1：1转成流通股，那是已经被否定的东西。其二是要真相信市场机制，而不是处处插入人为的从而争议的空间。国有股转让，有关部门定了在净资产基础上，综合考虑盈利和市场状况来决定。这个综合就很困难，综合到哪里算合理很难有标准，要再取得广大流通股股东认同就更难了。所以国资委领导深知其难才提出要走向市场决定价格。而市场经济的奥妙就在于，它的办法，说复杂极其复杂，如股票市场的定价机制，复杂得包罗万象，各种信息全都不遗漏，都对市场价格有影响，市场都有一套高度灵敏的相互反馈和加工信息的机制来处理，这是任何高级的计算机都难以事先模拟的。因此谁敢说市场经济考虑问题简单呢？但市场经济在依靠每一个参与者分散搜集、加工和处理信息后解决问题的办法说简单又确实太简单了，其表现形式说到底就是竞买竞卖，价高者得，不用讨论争议，靠看不见的手牵动每个人的手去调节，一切都在不言中。有人说，公开竞价，容易被操纵，理论上很好，实际上不可行，这恐怕是说反了。我国这些年来的实践说明，市场公开竞价是最简单易行，最不容易被操纵，最公开透明的方式。

非流通股的竞价和其他场合的一般竞价惟一的不同点是，我们竞的不是非流通股的价格。因为既然非流通，严格说就没有市场转让价。现在非流通股转让，大家看中的是它以后流通时的溢价，因而这个所谓协议转让价格，只是赌政策的投机价格。这个价格和转让，是对高价入市的流通股股东的不公和歧视，它早就该列入应被取缔的不规范行列。我们所说的竞价竞的是非流通股消亡时转为流通股的价格，只有这样，股权才能统一，才能实现全流通。竞价的原则除了尽可能充分实现非流通股转化的公允价格外，一个底线是要保护流通股股东不因此受损害。因为同一企业的非流通股与流通股同根相连，非流通股恢复流通权，如果损害了流通股股东的利益，我得你失，那就不是平等对待，不是一视同仁。这里的平等交换就是非流通股要支付恢复流通权时对流通股造成的损失费。因为流通股是在2/3的股权不流通的情况下入市的，非流通股的场外低价协议转让又造成了股权和股价的完全分裂和扭曲。现在2/3的股票恢复流通，市场股价一定会大幅走低，才能找到新的中枢平衡点，这恐怕是大家都没有争议的现实。非流通股支付一定的代价，使流通股股东不因此受损，交换回自己的流通权。严格地说，这并不是前者对后者的补偿，而是平等交换，不存在国有出资人或其他非流通股做很大让步付出牺牲的问题。就如到商店买东西支付货币买回商品一样，你不能说你用钱单方面补偿了店老板。

市场交换的最一般形式为买卖双方的讨价还价，或一方出价，另一方自由选择买与不买。流通股股东高度分散，很难都来谈判拿主意，大家意见也未必统一。买卖问题又不能照搬政治过程来个集体决策，少数服从多数。特别是这是事后双方锁定关系的一对一谈判，大家都处于垄断地位，没有选择别人的余地。在双方都看到这一点，对方别无选择时，真正能达成一致是极其困难的。市场经济在这种情况下的解决方法就是公开竞价，让多方参加竞争或者一方出价，另一方自由选择。这后一种形式正好适应广大流通股股东非常分散，不能或不愿卷入用手投票即公司政治角逐中去，但又需在经济上自主决策的情况。

现在深沪1000多家上市公司的非流通股控股股东，绝大多数都不准备放弃自己的控股地位，这样也就不存在让别人来报名竞买的问题。在这种情况下，可以简单的由控股大股东出价，由广大流通股股东选择是否接受的办法来解决。当然，市场经济中的选择，不是像有些人想像的那样，把流通股们都找来开会，不来自动弃权，然后投票表决，少数服从多数，而是每个市场参与者都用货币或股票的买进卖出表态，又称用脚投票。控股股东可以出价提出转股方案，流通股股东可以选择接受，即得到相应补偿，持股待涨；也可以不接受，卖出股票，控股股东履行要约收购义务，即按市场价负责购进。非流通股股东有多家时，如有的非流通股小股东想退出，控股股东一样按转股价负责收进，支付方式（如是立即支付，还是转为全流通股锁定期满后支付）由他们自行商定。如转股方案公告后，股价不跌反升，表明流通股股东用脚投票接受了全流通股方案，则非流通股在锁定期满后，自动取得流通权。反之，若流通股股东都选择卖出股票，大股东按市场价收进，市场上的流通股比例不满足上市条件，则该公司按规定退市。这样，每个上市公司的非流通股大股东都有充分的选择权，选择适当的时机和适当的、对广大流通股股东有吸引力的转股方案，自己实现全流通。而监管部门只需制定有关规则，保证转股过程公开、公平、公正，同时对全流通的规范企业进行政策倾斜，以鼓励上市公司积极申请和完成全流通的改造即可。如果用这个办法解决了非流通股的定价和转化为全流通股的问题，那么，股市上百分之七、八十的企业，特别是大型企业的全流通股问题就全解决了。

为了更直观地说明这个过程，试以钢铁龙头股宝钢股份为例。该股总股本约125亿，流通股约为18.7亿，每股净资产2.7元，现股价约7元，2003年动态市盈率约为12.5倍。国有出资人的底价是净资产，净资产之上的空间是没法在一对一锁定对象下谈判出价格来的。国有股又不想放弃控股，只希望转成全流通股。这时只能由国有股出价。国有股出资人当然希望转换价越高越好，但太高了流通股股东不认账，搞成下市也肯定不是国有股的利益和愿望。假定国有大股东综合权衡各种因素包括可能向机构投资者询价后以每股4元转换价出价，106亿

国有股转为全流通股的计价为424亿，流通股市值 $18.7 \times 7 = 130.9$ 亿，全流通总市值为554.9亿，除权价约为4.45元。此时2003年动态市盈率约为7.93倍。这样，若有流通股股东认为全可流通的市场价格站不住4.45元，则可按现价7元全部卖出，国有大股东承担要约全部购进的义务。若有的流通股股东认为今后全可流通的市场价会高于4.45元，则可选择持股。这时持股者得到差价 0.45 元 $(4.45 - 4) \times 5.68$ （ $106.3 \text{亿} \div 18.7 \text{亿}$ ，即每个流通股得到的配售倍数）即约2.55元现金或 $2.55 \div 4.45$ 即0.57股的补偿。由于大股东在全可流通后仍有一段锁定期，且大股东在锁定期满后也未必有大规模减持的计划，如果公司发展前景诱人，转换价出价合理、路演充分，转股计划公布，卖出的人少，买进的人多，股价就会不跌反升，大股东就并不真需要购进股票来满足要约收购维持股价的义务。假定转股计划公布后有二天的卖出期，股价站在约定市场价之上，那么，所有在卖出期结束仍持有股票的股东持有了全可流通的含权股。这时，大股东若不用货币而用股权补偿交换流通股，则流通股每股得到非流通股0.57股的送股补偿。全可流通后原非流通股从106.3亿降为95.64亿股（减去 $18.7 \times 0.57 = 10.66$ 亿的送股）。流通股每一股变为1.57股，按持股成本计算的每股2003年动态市盈率在8倍以下。应当说，用这个价格持有宝钢这样的大蓝筹，增长前景和分红前景都是很有吸引力的。同时，对国有非流通股大股东来说，自己的股数虽有减少，但自己持有的市值比以前比例占有的净资产值大大增加。死的资产变成了活的资本，随着企业发展，市值还在不断增加。这显然是用自愿的、无争议的市场化办法达到的两类股东所持市值都显著增加，又实现了全可流通的多赢结果。

对于原控股股东准备转让和放弃控股权的公司，由于肯定会有多个买家，竞争当然更加充分，广大流通股股东总是可以选择保本卖出和接受配售或送股以谋取更大收益的权利。实际上，只要一视同仁，取消场外低价、场内高价的制度歧视，非流通股转化为流通股通过市场化竞价除权，市场经济的用脚投票本身就能最好地保障中小投资者的权益，使任何操纵企图难以实现或者失去意义。同时，任何除权全流通方案都需要知道和计算非流通股的转化价及其总市值，否则都是无法除权操作的。市场化竞价或出价只是代替人为指定的指标的实现工具，其最终结果或实现形式可能是配售，或如上例中把账算清后的简单送股。其实，配售、缩股或送股这些形式和工具都是相通的桥梁。市场化竞价配售要自愿、合理、合法并解释得严密、清楚，论述起来必须是一个逻辑完整的体系，但在实践中最后的实际操作步骤极为简单，就如上面用宝钢的假想案例说明的那样，就是控股方出价、送股，各人自己买进卖出。

西方流行过一本很有影响的书，书名是“小的是美丽的”，如果就可操作的方案来说，简单的才是美丽的。市场经济的解决方案，惟其化瞬息万变的复杂在简单之中，才征服了世界。

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