



您的位置：首页 - 文章选登

全流通与减持不能混为一谈(华生；2003年11月13日)

文章作者：华生

最近，随着监管部门明确表态，要在发展中解决股权结构问题，市场上和部分境内外媒体就出现了一些传言，认为国有股减持将再次启动，并称即使按较低价格减持流通，也需要巨额资金承接，因而是巨大利空。笔者认为，把全流通与国有股减持混同是一个模糊认识。

国务院已明确在目前的市场结构下，由于不能取得广泛共识，停止在市场上减持国有股。全流通即股权规范化改革是按照三中全会精神，大力发展资本市场，促进要素自由流动和价格市场化的要求，证券市场推进改革、开放的一项重要任务，与国有股减持不是一回事，两者具有完全不同的性质和范围。现在一些人受当年国有股减持思维的影响，把股权规范化改革与国有股减持混同，经常串用这两个完全不同的概念，这是很大的误解，需要引起重视和加以澄清。笔者认为，股权全流通与国有股减持存在几点差异。

不同之一：对市场的影响

股权全流通，只要不是按市场价1:1转为流通股(这已遭到否定)，而是按低于流通股市价的公允价格流通，都是市场的一次普遍除权，因而会显著提高每股盈利，降低市盈率水平，从而大大提高市场的整体投资价值。从这个意义说，任何形式的全流通除权改革，都是对市场的根本利好，只是利好的程度可能会依方案特别是定价原则不同而有差异。

而减持在正常情况下是上市公司股东自己的行为。只要履行相应的信息披露义务，大股东减持增持都是可以的。如果减持者具有足够的市场力量，集中进行，总是会对市场造成冲击，形成利空。这在境内境外，都是一样的。因此减持者为了自己的利益，一般也不会和不愿集中减持，而且往往是在市场好的时候才减，如欧盟国家最近一段的国有股减持。再如香港政府当年专门成立盈富基金，通过多年时间，平稳地消化了持有的大量股票，自己也获取了很好的效益。

不同之二：导致场内外资金的流向

全流通通过普遍除权，使股票市场具有投资价值。由于我国经济快速增长，储蓄率高，直接融资比例很低，因而全流通除权会改变场内外资金的收益比和盈利预期，从而诱发巨额场外资金入市。由于资本总是向收益高的地方流动(试想如果蓝筹股市盈率普遍都在10—15倍，分红派息都在4%、5%左右，会有多少万亿的储蓄资金和其它资金进入场内)，这样就会形成与经济增长相适应的长期牛市的基础。而大股东减持一般是导致抽离场内资金，从而形成市场向下压力。不过，国有资产管理体制的改革，是要抓大放小，有进有退，促进国有资产的资本化，因此国有资本在关系国民经济命脉的大型上市公司，即使市场化以后，是增持还是减持；场外退了是否进到场内；这家公司退了，是否进到那家；从上市公司退了，钱给了社保基金，社保基金是否会如数或放更多的钱进有投资价值的股市；市场好了会减持，市场差的时候是否会增持，都是变数。因此，简单渲染国有股减持一定从场内抽走资金也是过于简单化的说法。

不同之三：作用的主体和范围

全流通主要是解决股权结构规范化问题，消除股东之间的利益差异，促进资本流动和价格市场化，为各类股东即产权所有者提供一个公平竞争的场所。这主要是证券市场监管者的责任。国有股减持仅涉及国家一个股东，但其减持的范围则大得多，不光是股票市场这一小块，更有社会上的一大块，主要是缩短国有资产的战线，降低国有股过高过大的比重，实现有进有退的战略调整。这主要是国有资产管理部门的责任。两者的范围和目标都有极大差异。

全流通与减持相互依存

全流通和国有股减持也有相同相通和需要相互配合之处。全流通解决了股权结构规范化问题，理顺了大小股东之间的产权利益关系，这就为上市公司改善公司治理结构和提高质量打下了坚实的基础。这恰恰也是国有出资人追求的目标。同时股权全流通使国有资本的流动和战略调整成为可能，而且更便捷更有效。反过来，国有股在部分上市公司的减持乃至退出，对上市公司股权多元化、改善公司治理也有积极作用。

正因为如此，全流通与国有股减持又相互依存，需要相互支持。在进行全流通改造时，国有股可以在股票市场进行有进有退的战略调整，但在总量上应不向场外流出资金，配合全流通改革的顺利完成。在另一个方面，全流通改革若积极稳妥推进，为今后国有资本的流动、调整和考核、增值就提供一个规范和广阔的舞台与空间，从而使国有资本和国资管理体系成为股市全流通改革的最大受惠者之一。

中国证券市场正面临深刻的变革和前所未有的机遇，人们的观念也要相应的更新。许多过去流行的模糊乃至错误的认识应当扭转。全流通不是一次行动和休克疗法，而是一个渐进的改革过程，全流通不应当也不会对市场造成冲击。全流通改革方案要在保护中小投资者利益这个重中之重的同时，兼顾和平衡各方利益，而一个好的改革方案应当对个股在短期内是中性的，不给市场以震荡或操纵的空间，对市场整体则是短、中、长期的根本性利好。

文章出处：《中国证券报》

[推荐朋友] [关闭窗口] [回到顶部]

转载请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