

- ▶ 论文投稿
- ▶ 关于论文发布证明

## 相关链接

- ▶ 学术活动厅
- ▶ 专家讲座
- ▶ 中华管理论坛章程
- ▶ 个人专栏



## 国有股减持的定价策略探讨

王芳(上海对外贸易大学)

[内容提要] 在国有股减持势在必行的今天, 减持定价方案也是各方关心的焦点, 目前国有股存量直接转成A股高价发行上市不被市场接受, 关键是定价不合理。本文客观评价了目前盛行的策略观点, 并提出自己的定价方案设想, 供大家参考。

[关键词] 国有股 减持 市场定价 净现值 内在价值

国有股减持, 已成为当前阶段中国股市最敏感的问题, 不仅管理层为此颇费周章, 更牵动着数千万股市投资者的心。其实, 我国证券市场一直十分关心国有股的问题, 最早的国有股减持案例可以追溯到94年珠海恒通收购棱光实业的“恒棱模式”, 但是直至党的十五大和十五届四中全会有关国有减持的具体政策出台, 提出“坚持有进有退, 有所为有所不为”、“从战略上调整国有经济布局 and 改组国有企业”的总体原则, 这才真正为减持国有股给予了方向上的指引和政策上的保证。经过多年对资本市场改革的探索和尝试, 我们深刻认识到国有股减持是当务之急、是必由之路却也是任重道远。

国务院今年6月12日发布了《减持国有股筹集社会保障基金管理暂行办法》。但此执行办法出台数月, 股市重挫数百点, 业已形成利空影响。广大投资者对现行减持办法多抱反对态度, 究其根源是定价策略的不妥。很显然, 国有股减持定价是比国有股减持的方式更复杂、更敏感的问题。对减持定价策略的分析和探讨就是本文的重点。

### 现有减持方案定价策略评价

国有股减持的核心问题是价格问题。市场是由供需双方构成的, 只要国有股减持的价格公允, 市场是能接受的。而如果价格由单方面决定且不公平, 投资者就还是只能选择“用脚投票”。在价格不确定的情况下, 市场只会增加不确定因素, 投资者无法判断能否获得稳定的预期, 就会严重影响投资者的信心。

国务院6月12日发布的《减持国有股筹集社会保障基金管理暂行办法》, 其中第六条规定“减持国有股原则上采取市场定价方式”。这种说法未免有些含糊, 让市场来定价这个大原则是好的, 但我们目前的具体操作方法却是把国有股减持与新股发行捆绑在一起, 以市场定价方式存量发行。也就是说, 现行的政策可以概括为将国有股存量直接转成A股高价发行上市。应该说, 这一政策从国有股与社保基金的利益最大化出发, 操作起来一步到位, 简便易行, 比较符合市场化的大方向。但是, 这种定价方式可能存在以下几个问题: 一是国有股当初以面值认购的股份现在直接以新股市价上市流通,

这首先就是违背市场经济规律原则，强化了国有股的持有者、券商和行政主管机关行政权力干预市场的机制。国有股是经济体制转轨时期的产物，是我国股份经济内在机制扭曲的突出表现。在国有企业改制上市的过程中，国有资产经过评估，已经出现了较大幅度增值。即使按净资产减持，国有股的持有者也已经得到了比较多的溢价收入，但现在的减持方案却根本不考虑国有股形成时的定价过程，相反，却以几十倍的市盈率向社会出售，市场又怎能接受呢。二是现行定价政策对广大中小投资者来说有失公允，与投资者的心理预期价位存在较大偏颇，股民们可谓处于“骑股难下”的地步，最后只有买不起、躲得起。投资者的信心由此受到极大打击。这也是导致数月来股市成交量急剧萎缩，股指狂泻500点的主要原因之一。三是这种定价方式又引出了一个新问题：现在国有股可以高价直接上市变现，按照同股同权的原则，其他民间机构持有的为数不少的法人股是不是也可以引用这一定价权利？四是目前【国内股市市盈率已经很高，泡沫较大，管理层一直强调要温和的挤掉泡沫，实现“软着陆”。但国有股直接以高价如此大规模的上市流通，对降低市盈率，减少股市泡沫是毫无益处的。

由此可见，《暂行办法》之所以得不到良好的市场反响，不为投资者所赞同，症结就是定价策略的不妥当。吴晓求认为：国有股减持方案不应该成为市场大起大落的根源，如果一种方案成为市场大起大落的根源，那么这个方案、这个办法、这个措施本身就存在问题，需要修改。我很同意这个观点。其实，无论什么时候，广大投资者从来也没有反对过减持国有股，只是高价减持的方案无疑有失公允，有“圈钱”之嫌，投资者们才纷纷采取“用脚投票”的方法来加以反对。于是无奈之下，管理层于10月22日宣布首发增发股票停止执行《暂行办法》。可是，虽然国有股减持方案的暂停执行，意味着国有股高价减持的方案暂时被搁置，但国有股减持的具体操作办法，日后还会出台。除非新的减持方案与定价办法能够完美处理好国有股股东、中小投资者的利益关系，做到多赢，否则后市的变数和隐患仍旧存在。那么，到底我们的减持定价应遵循怎样的原则呢？

## 国有股减持方案的定价原则

很显然，国有股减持定价是比国有股减持的方式更复杂、更敏感的问题。我认为，在研究国有股减持定价的时候，应该综合考虑以下几个原则：

### 第一、定价方案必须坚持公平原则。

这是我们国有股减持定价方案首要遵循的原则。所谓公平，是指凡是参与国有股减持的交易各方享有平等的法律地位，按照市场经济规律处理相关事物，各自相应的权益得到公平的保护，机会均等。这一点体现在国有股定价上就表现为既要保证国有资产的保值增值，也要考虑到二级市场的预期；既不能以牺牲社会公众投资者的利益为代价，也不能造成国有资产的流失。现行的减持定价方案就是没有把握好这一原则，广大投资者普遍认为购买按市场定价配售的国有股并不是“股有所值”，没有投资价值。

### 第二、定价方案必须以市场稳定为前提。

市场的稳定以及持续发展是我们的根本目的，所以我们必须重视市场稳定。如果一种方案的实施会造成市场巨大的动荡，无疑这种方案本身就存在着问

题。我们要尽量采用多渠道、多元化的定价方式，充分考虑市场的承受能力，既要保证国有股减持顺利进行，又要保护市场健康发展。

## 定价策略探讨

我国加入WTO后，证券市场将在今后5年内逐步对外开放，因此时间上是不允许中国证券市场仍然保持如此大的国有股控制比例，减持是迫在眉睫的。政府与管理层也表现出积极与客观的态度：11月15日，证监会开始公开征集国有股减持方案，证监会首席顾问梁定邦也曾对媒体称，关于减持的国有股如何定价，政府会请包括承销商在内的专业机构、专业人员去操作。有理由相信，在政府、专业人士以及市场参与各方努力下，国有股减持将在一个各方面都能接受的方式与价格水平上进行。

首先我们来讨论一下比较能代表市场各方意见的目两类定价策略：一种是以公司净资产为依据；一是以公司股票价值为依据。

首先我们来探讨一下以公司净资产为依据的定价方式。今年以来，关于如何科学合理定价，实现国有股减持平稳过渡的说法、建议很多，其中投资者最能接受的是按净资产减持的办法，或曰以略高于净资产的价格按比例配售给原流通股持有者。持这种观点的人普遍认为，国有股在形成时，经过资产评估和溢价发行股票，已至少得到两次增值，就是按净资产来减持国有股，那国有股东也都赚了不少，所以国有股应以净资产价格甚至更低的价格出售。

对于这种观点，我们不得不说是中小投资者的单方意愿，未免考虑问题过于片面和主观。其实，以净资产为依据的方法，是静态的观点，过分看重国有股形成时的升值比例，忽视当时国有资产是已形成的有经营能力的资产与货币资产之间的区别，同时也没有考虑到国有股长时间沉淀的机会成本，从而低估了业绩一直较好的公司国有股的价值。因此这种定价方式不能激发减持主体的积极性。

其次，我们再来分析一下以公司价值为依据的观点。该观点的出发点是防止国有资产的流失。的确，公司股票价值是由所有股份创造的，依照“同股同权”的观点，国有股在变现时，也应以公司价值为依据，这样才能保证国有股的合法权益。

同样，以公司股票价值为定价依据的方法也存在许多不足之处。历史上曾推出并实行国一些参照股票价值的定价方法如市盈率法等。1999年黔轮胎、中国嘉陵采用了市盈率法定价，以三年每股收益均值乘以10倍市盈率进行了配售，此举并未得到市场的认同。我认为主要原因就是定价时所选用的每股收益以及市盈率两个指标的不合理。我国目前二级市场的市盈率是在国有股、法人股不流通的条件下形成的，采用何种标准的市盈率来判断国有股流通定价的确很难掌握尺度。

综合以上观点，我个人认为可以以国有股股权内在价值为基础进行定价。在确定公司的内在股权价值时，理论上可以采取贴现现金流估价法（包括红利贴现模型、股权自由现金折现模型）和相对估价法等方法。鉴于目前国有减持尚在初探时期，各公司之间减持价格缺少可比性，所以相对估价法不可取。另外，因为我国的战略投资者一般追求的是资本增殖带来的超额收益而

不在乎短期的红利，所以上市公司大多没有很强的较强的红利支付压力，派现的红利普遍较少，在这种情况下使用红利贴现模型对股权的估价就不够准确。所以采用股权自由现金流折现模型最为合理：

我国大多数上市公司的股权结构包括可流通的社会公众股和不可流通的国有股、法人股两个部分，公司的股权总价值也是由这两部分股票所对应的价值组成的。我们可以用公司股权总价值减去流通股的价值得到非流通股整体的内在价值，由于国有股和法人股同质，非流通股整体的内在价值除以非流通股股数就可以得到国有股每股的内在价值。这种方法具体操作上，难点在于公司的股权总价值如何确定。计算步骤包括两部分：一、股权自由现金流（FCFE）的计算。一般来说： $FCFE = \text{净收益} + \text{折旧} - \text{资本性支出} - \text{营运资本追加额} - \text{债务本金偿还} + \text{新发行债务}$ 。我们在计算期内还要考虑到宏观经济发展速度、公司的行业特征等可增长因素，对公司成长性进行合理的预测，在预测的结果上得出实际的FCFE。二、贴现率的计算。根据 $R_f$ ：无风险利率（通常用十年期政府债券利率） $R_m$ ：平均股本资本市场回报率、企业负债的价值等按照公式计算出资本加权平均成本（WACC）作为股权自由现金流模型中的贴现率。根据以上两步的计算结果推算出公司的股权总价值，然后可以进一步计算出非流通股整体的内在价值乃至国有股每股的内在价值。由于国有股的实际成本过低，具体定价过程可以国有股每股的内在价值为基础进行不同程度的折扣发行。

采用以上方法定价，一方面多方面考虑到国有股的内在实际价值，没有引起国有资产的流失；一方面采用股权自由现金流折现模型为基础折扣定价，价格不至于过高，同时减持价不容易受到管理层（原股东）的操纵，由此保护了中小投资者的利益。

总的来说，我们的减持定价需要考虑方方面面的因素，在“公平、稳定、效率”的原则下进行，我相信在多方面的协调配合下，国有股减持将在一个各方面都能接受的方式与价格水平上进行。

#### 参考文献

1. 《减持之路》 篮发钦、王学英著 上海远东出版社
2. 《未上市公司股权定价方法初探》 高清海著 《经济科学》 2001/4
3. 《国有股减持、股权结构目标模式》 韩杨、隋晓炜著 《资本市场》 2001/9
4. 《我们需要怎样的减持方案》 黄湘源著 《四川金融投资报》 2001.11.16

---

#### 最新文章：

- [官僚意识与人文精神](#) 曾飞
- [立此存照：高尚与丑陋的反思](#) 小龙
- [国际贸易可持续发展的环境约束](#) 陈柳钦
- [当“优秀工”成了鸡肋](#) 韩成杰
- [知识生产管理](#) 侯象洋
- [中国移动品牌文化的硬伤及危害](#) 韩城
- [管理升级——给准备带领企业越冬的企业家](#) 张驰

- 重大疾病保险 职工的保护神 周书勇
- 有效在线体验——为什么你的VOC项目对提升在线客户满意度的帮助很小 李翊玮 等
- 和谐生产方式基本原理 张西振
- 新劳动合同法对企业的影响及企业的应对策略 高磊
- 时间管理在企业中的应用 高磊
- 李老庄村农业劳动力不足的问题研究 陈杰
- 更多文章...

[首页](#) | [关于VCMC](#) | [资料搜索](#) | [联系我们](#) | 建议使用IE6. x版本，显示分辨率1280x1024或1024x768

中华管理论坛、厦门学苑管理咨询有限公司 版权所有 1998-2008. [闽ICP备05022209号](#)

联系电话：0592-3222515 传真：0592-3222515

VCMC