

证券论文：中国股市“非均衡二元结构”的调整 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

https://www.100test.com/kao_ti2020/41/2021_2022__E8_AF_81_E5_88_B8_E8_AE_BA_E6_c33_41795.htm 其实，大股东欺压小股东的问题早就引起了人们的注意。在20世纪30年代，经济学家伯勒和米斯就指出，假如某个大股东拥有公司大于20%的股份，而其他股权是分散的话，这种公司就称为“少数操纵型”，股东之间的地位必然极不平等。世界经合组织(OECD)在1998年拟定了《公司治理结构原则》，第一条就是关于处理管理层与股东，或是公司内部人（管理层和控制性股东）与外部股东的关系。为了防止控股大股东欺压小股东，各国公司法一般都规定了在控股达到一定程度以上时，大股东必须发布“收购要约”。例如，我国《证券法》第81条规定：“通过证券交易所的证券交易，投资者持有上市公司已发行的股份的30%时，继续进行收购的，应当依法向该公司所有股东发出收购要约。但经国务院证券监管机构免除发出要约的除外。”由此可见，我国国有控股的上市公司的现状，实际上是与《公司法》的这一规定相冲突的，都是要请求豁免的。国有股的“非流通导致中国股市投资行为扭曲 在谈到完善国有企业公司制改革和规范证券市场时，人们更多地关注的是国有股减持问题。其实不然，国有股的流通问题才是一道最难逾越的鸿沟，是中国股市的症结所在。因为只要国有股可以流通，国有股减持的问题就迎刃而解；相反，如果国有股减持了但仍不可流通，中国股市还是难以规范。由于国有股不能流通，使得国有股与普通投资者的获利方式不同。社会公众股股东可以通过二级市场股票交易而获利，

而国有股不能在股市交易，除了分红只能通过场外协议转让来获利。由于两部分股东获利方式不同，致使他们的投资行为也完全不同。社会公众股股东的投资行为与国外投资者没有什么差别，他们时刻都在关心着公司的业绩与股价的升跌。而由于国有股不能在二级市场上流通，致使国有股股东的投资行为发生了很大的扭曲。其一，他们并不关心股价的走势，因为股价的升跌与他们的利益无关。这种理念也直接传导到由政府部门委任的高层管理人员身上。如北京某家上市公司的股票从40多元跌至10元，广大投资者叫苦不迭，中央电视台记者询问该公司董事长如何面对股东的怨愤时，他不痛不痒地说：“有人说预测股市是疯子、预测汇市是傻子，我既不想做疯子，也不想做傻子。”试想，如果大股东的股票可以流通，如果给予经理人员以股票期权，他还会这么说吗？其二，他们也没有要求现金派息的强烈愿望，因为大股东本身就是传统的国有企业，“投资约束软化”使得国家并没有对他们提出明确的赢利目标。例如，2000年五粮液每股赢利高达1.60元，当广大投资者在股东大会上翘首以盼现金分红时，大股东却置之不理，决定不分红、不转增。中小投资者只能气愤地用退场、放弃投票权来表示抗议，但这又有什么用呢？那么，非流通国有股股东的行为目标是什么呢？他们的眼光不是盯在股价的提升上，而是盯在了通过股市来“圈钱”。这是因为：(1)通过股市来筹集资金，可以扩大企业的规模，提高自己的地位；(2)可以为母公司提供大量现金；(3)可以提升公司的每股净资产值，从而提高国有股的协议转让价格，等等。因此，公司大股东对上市公司的增资扩容具有极大的内在冲动，具有融资的“饥渴症”，而增发新股、

配股和发行可转换公司债券是常被采取的手段，也被股民们称为股东利用上市公司“圈钱”的三大陷阱。其中，增发新股使得公司的利润被大大摊薄，对股价的杀伤力也最大，多数股票在决定增发会“跳水”10%以上，老股东对增发怨声载道，而大股东却乐此不疲，因为股价下跌与他们无关痛痒。近年来，由于证监会规定配股价不得低于近期平均股价的70%，而大股东由于持股成本很低，常常放弃配股权，而投资者处境则十分尴尬，配与不配都要吃亏。所以，高价配股的杀伤力也很强，股价跌破配股价屡见不鲜。发行可转换公司债券，在国外是公司筹资的较好办法，为了保护原股东的利益，转股价格应高于市价（一般要高出20%以上）。而我国第一只上市公司的可转债上海机场转债，为了顺利发行，其转股价是10元，反而低于11元左右的市价，使原股东利益受损。我们不能埋怨某些公司的大股东不考虑广大投资者的利益，实际上这完全是由“二元结构”的制度安排造成的。这种大股东不关心股票价格、一味追求“圈钱”的内在冲动，就是中国股市所特有的、由基本制度造成的“做空机制”。从这一角度上说，中国的股市时常是在“头朝下地倒着走路”的。每一个入市较长的投资者，都会经受过这种“做空机制”的伤害，中国股市大兴“短线炒作”之风，是投资者被迫做出的选择。“市场发现价格 国有股流通与减持的新理念 中国股市的“非均衡二元结构”，是对中国股市最深刻的刻画。如果不解决国有股的减持，特别是流通问题，无论把国有股转让给高管人员还是境外投资者，都无济于事，都只能把问题搞得越来越复杂。对解决国有股的流通问题来说，都不是“利好”，而只是重大的“利空”。当务之急是要

排除障碍，探索国有股进入市场的通道。对于国家股的流通与减持，我国已经做过了多次尝试，主要做法有三种：(1)国家对国有股进行回购，然后注销。如上市公司云天化的控股集团以2.83元价格回购其所持该公司的国有法人股5.68亿股中的2亿股，使国有股比重下降为72.80%。这种做法比较简单，但会使公司总股本减少。(2)国家股按一定比例和一定价格向本公司的社会公众股配售，如上海陆家嘴和黔轮胎等，这种做法的效果并不理想，主要是配售价格定得不够合理。(3)在上市公司发行新股时，以市场价格向社会公众出售国有股份，这损害了广大投资者的利益，也是近两年来股市下跌的重要原因之一。除了上述试行方案之外，最近又提出一些新的国有股减持方案，如国有股实行“债转股”、“并股上市”等，但这些方案都争议很大。核心问题仍是如何给国有股定价，处理好国家和社会公众股股东的利益关系，既不能造成国有资产的流失，又不能侵害广大投资者的利益。那么，为什么有这么多的国有股减持方案，但国家与投资者之间的利益得失仍不能算清楚、说明白？我认为，这里的关键问题是资本定价的理念问题。根据国际惯例，最合理的企业资产定价法则不是“账面定价法”，而应是“盈利定价法”，即根据企业未来的盈利能力来确定其资产的价格。因此，股市上投资者最重视的是股票的“市盈率”，而不是“市净率”。但是，由于公司的未来盈利能力是难以预算的，决定股价的因素更是十分复杂，因此，若想找出一个完美的资本定价公式、准确计算出国家与投资者的利益均衡点，目前是根本做不到的。这也是各种国有股减持方案难以得到大家共识的根本原因。100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详

细请访问 www.100test.com