

证券论文：国有股协议转让的市场定价机制探索 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_41921.htm 从迄今已经实施的国有股协议转让工作来看，国有股权转让价格的确定是一个普遍关注的问题。转让价格的高低实质上是关系国家、企业、社会投资人以及企业管理层各方利益的重大问题，转让价格过低将直接损害国家利益，导致国有资产的流失；转让价格过高又势必影响企业和社会投资人受让国有股权的积极性。然而，由于股权定价的复杂性、模糊性和不确定性，目前在国有股的定价问题上尚存在法律空白，除不低于每股净资产等笼统的意见外，缺乏可操作的实施细则或标准化、量化的匡算模式，客观上为贱买贱卖提供了可能。这不仅损害国家的利益，也为日后的经济纠纷埋下了种子。去年九月初，山大华特的原大股东和现控股股东分别作为被告和第三人，遭到了原大股东债权银行以“明显不合理的低价”转让和受让国有法人股的诉讼，就是一个典型的事例。自国有股减持方案在国内证券市场上推出以来，国有股减持遭到了投资者的用脚投票，也导致了股市的长期低迷。2002年6月23日，国务院做出了停止通过国内证券市场减持国有股的决定。国有股减持的主要方式变为向战略投资者、民营企业、外商协议转让。面向二级市场投资者减持时需要最大限度地增值的国有股，面对战略投资者、民营企业、外商们的时候，似乎不必强调国有股最大限度地增值了，也不用担心国有资产流失了。于是，我们便不仅看到成商集团的大股东以每股2.31元的价格将1.328亿股的国有股全部协议转让出去了。而实际上，成

商集团的每股净资产就达2.174元；还看到深赛格的国有股按每股1.155元的价格拍卖出去了，而这一价格甚至比深赛格公司的每股净资产1.561元还低了0.406元。面对如此低廉的国有股价格，二级市场的投资者们无法不眼馋得很！当国务院出台停止通过国内证券市场减持国有股的决定时，有不少市场人士称，这是保护投资者权益的重要举措。但值得深思的是，面对二级市场之外的国有股廉价转让与拍卖，国有股停止向国内证券市场的投资者减持，它到底是保护了还是损害了投资者的利益？国家的利益又放在何处？有人说，关键不在于其价格的高低，而是在于其定价方式是否符合“市场定价”原则。笔者完全赞同这种观点，只是，分析上述两公司的交易过程，我们有充分的理由相信这种低廉价格正是由于其定价机制的不科学，违背了“市场定价”原则所致。从以上分析中，我们不难看出，即使设立了“国资委”，国有股协议转让的难点价格形成机制问题仍然存在，这才是国有股协议转让过程中亟待突破的问题。

二、构建国有股协议转让的市场定价机制

国有股协议转让的市场定价机制不允许我们的经济学家或政府官员主观地事先决定这一价格是每股净资产值，还是仅略高于每股净资产值，或是处于每股净资产与流通股市价之间，也不允许主观地去搞什么平衡，而必须是把国有股的所有者作为一个市场主体，作为一个卖方，去与买方共同决定国有股这一特殊商品的价格。

（一）累计投标加权区间法

当总需求超过总供给数百倍乃至更大时，应用此法更能够确定充分体现“市场定价”和公平竞争原则的合理的协议转让价格和理性的投资者。应用前提：(1)向全国所有的潜在购买者公布准备协议转让的某国有股的所有有关信息，

包括反映该公司经济状况的所有财务指标，转让国有股的净资产值、数量、时间、程序、今后若干年内分批逐渐上市流通的规则等，尽一切可能吸引所有的购买者参与竞争。(2)在转让前设计好需要协议转让的国有股进入二级市场的流通办法，允许持有有一定时期（如3年）后每年以一定比例（如20%）进入二级市场流通。(3)规定每一申购者的每次申购量为50万股或50万股的倍数。排除一切附加因素，如重组后的职工安置、税收问题。这些问题一概在转让协议中的非价格因素中解决。

第一步，投标竞价。借用证券交易所交易系统，让所有竞争者以申报的方式参与投标竞价，申报前不设申购价格区间，不确定指导价格，允许同一账户的投资者以不同的价格多次申购，但不得重复使用资金。与通过国内证券市场转让不同的是，参与申购者不是证券市场流通股股东，而是战略投资者、民营企业和外商等，申购资金也非证券市场资金。所以这种方式只是借用证券交易所的交易系统，它不会直接影响证券市场。这样既能最大限度地节省转让费用，又可使全国的所有投资者就近最方便地参与竞争。

第二步，确定基准价和配号区间。在申报结束后，计算出所有申购的加权平均价格。以这个加权平均价格为基准价 B ，确定配号区间，可每50万股得到一个配号。有两种方式可供选择：一是等范围的上浮和下浮，其配号区间为： $[B-Bf, B Bf]$ ，其中， B 为加权平均价格， f 为浮动强度因子，取值建议为5%~25%。二是不等范围的上浮和下浮，其配号区间为： $[B-Bf_{[1]}, B Bf_{[2]}]$ ，其中， $f_{[1]}$ 为向下浮动强度因子， $f_{[2]}$ 为向上浮动强度因子， $f_{[1]}$ 可以大于或小于但不等于 $f_{[2]}$ 。不论是实行哪一种方式，申购价格处于配号区间的申购都为有效申购，高于

和低于皆为无效申购。浮动强度因子的取值宜事前统一规定，避免事后人为操作选择、人为调节造成不公。第三步，确定最后的购买者。若处于配号区间的申购量等于该国有股的转让量，则该区间的申购者即为最后的购买者；若处于配号区间的申购量大于该国有股的转让量，则以抽签的方式确定最后的购买者。若处于配号区间的申购量小于该国有股的转让量，则以加权平均价格B的1%为最低增加量，逐步增大配号区间，直到配号区间的申购量等于该国有股的转让量。第四步，确定协议转让价格为加权平均价格B。这个价格可能高于该国有股的净资产，也可能等于或低于其净资产。第五步，原国有股的所有者分别与众多购买者签订转让协议。如：中国证监会借用上海证券交易所交易系统协议转让某上市公司国有股5000万股，在所有购买者申报前不设申购价格区间，但规定实行第一种方式等范围的浮动，其浮动强度因子f为10%。假设在申报结束后，计算出所有申购的加权平均价格B为每股5.00元，那么其配号区间为〔4.50元，5.50元〕，处于该区间的申购量为9000万股，这时组织该区间的所有申购者参加配号抽签。中签者获得购买权。而申购价格高于5.50元和低于4.50元的都是无效的，都不能参与配号抽签。最后中签者以加权平均价格5.00元获得购买权。这种报价方式的配号区间，实行等范围的上浮和下浮，则没有将国有股的最终协议转让价格推高或低的动力。但是，若实行不等范围的上浮和下浮，如果上浮范围大于下浮范围，则具有将最终价格推高的内在动力；反之，如果上浮范围小于下浮范围，则具有将最终价格推低的动力。不过，担心超出配号区间这种心理决定了这种动力是很有限的。如某国有股协议转让，申购前

确定上浮范围大于下浮范围，即下浮因子 $f_{[1]}$ 为5%、上浮因子 $f_{[2]}$ 为10%，申购后确定的配号区间将是 $[B-5\%B, B+10\%B]$ ，这时人们会为了获得购买权，申报较高价格，但又担心超出配号区间，因此不会申报得太高，一般会根据该只国有股的净资产收益率，再结合竞争状况确定一个自认为合适的申购价格，最后在此基础上增加10%以下，作为最后的申报价格，这样据此确定的加权平均申购价格就会在。一定范围内偏高，当然最终的协议转让价格也会产生一定程度的偏高；反之，若 $f_{[1]}$ 为10%， $f_{[2]}$ 为5%，即申购后确定的配号区间是 $[B-10\%B, B+5\%B]$ ，这时人们申报的价格就可能是自认为合适的申购价格的基础上减少10%以下，这样最终的协议转让价格也会在一定程度上偏低。对于配号区间的两种方式，我们可根据国有股转让市场行情和不同时期的需要选择适当的方式。当我们认为根据市场情况和国家的需要，应该将国有股的价格确定得高一些，但又不希望太高，则可实行上浮因子大于下浮因子的不等范围浮动；反之，实行上浮因子小于下浮因子的不等范围浮动。而当我们要求国有股的协议转让价格不要过多地偏离其内在价值，则实行等范围的浮动。

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