

证券论文：国有股减持的定价策略探讨 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

[https://www.100test.com/kao\\_ti2020/42/2021\\_2022\\_\\_E8\\_AF\\_81\\_E5\\_88\\_B8\\_E8\\_AE\\_BA\\_E6\\_c33\\_42161.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/42/2021_2022__E8_AF_81_E5_88_B8_E8_AE_BA_E6_c33_42161.htm) [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。本文评价了目前盛行的策略观点，并提出自己的定价方案设想。 [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界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和改组国有企业”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。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](http://www.100test.com)