

国有股转持的背景、内容及影响

■ 金瓯昉

2009年6月19日,财政部、国资委、证监会、社保基金理事会联合发布《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》(以下简称《办法》)。此时,距离之前国有股减持对股市造成巨大冲击已经整整7年了。那么,这一次的国有股转持是在什么背景下实施的,对股市又会有什么影响呢?

国有股转持的“前世今生”——争论由来已久

国有股转持,顾名思义是指国有性质的股份由某一股东持有转为另一股东持有的行为。本次国有股转持是指股权分置改革新老划断后,凡在境内证券市场首次公开发行股票并上市的含国有股的股份有限公司,除国务院另有规定的,均须按首次公开发行时实际发行股份数量的10%,将部分国有股转由全国社会保障基金理事会持有,全国社会保障基金理事会对转持股份承继原国有股东的禁售期义务。

此次国有股转持引发了资本市场各利益相关方的强烈反响,赞成与反对之声同起,各方莫衷一是。其实,对我国资本市场而言,“国有股转持”这个概念并不陌生。早在1994年4月28日,便发生了中国证券市场上第一例国有股转让案例,即珠海恒通集团收购

上海建材集团持有的棱光实业35.5%的股权,成为棱光实业第一大股东。而真正让资本市场心有余悸的是与“国有股转持”十分相近的另一个名词,即同样出于补充社保基金考虑的“国有股减持”。7年前的国有股减持始于2001年6月12日,国务院正式发布《减持国有股筹集社会保障基金管理暂行办法》。同年6月26日,沧州化工、江苏索普、韶钢松山率先在增发新股方案中提出国有股减持,继而引发了A股市场持续近4个月的大跌。同年10月22日,证监会紧急暂停国有股减持。2002年6月24日,国务院发出通知,停止通过国内证券市场减持国有股。但暂停“减持”并不能解决社保基金亏缺的矛盾。当时,我国进入老龄化社会在即,对建立完善社会保障体系提出了迫切要求,但社保基金的支撑能力却很弱。2000年年底社保基金的存量为1 000多亿元,但仍有27个地区出现收支赤字,当年拖欠的养老保险达385亿元,个人账户的空账规模达上千亿元。不仅如此,社保资金由于营运效益差,盈利水平不断降低,“资金缺口”问题也日益突出。

国有股转持方案及特点——理念有所创新

随着我国股权分置改革的基本完

成,利用资本市场解决社保基金“资金缺口”问题又一次被提上了议事日程。2009年1月,全国政协委员、清华大学中国与世界经济研究中心主任李稻葵向国务院提交议案,建议通过划拨或者由国家财政出钱给社保的方式,以某一个价格将绝大部分“大小非”国有股份转由社保基金持有,同时由社保基金承诺在五年或者十年内不减持。在李稻葵看来,国有股划转可以一箭双雕:大型国企中“大非”的“大头”可通过某种形式注入到社保基金里,同时通过制度安排要求社保基金比较长期地持有这些股权,这样既解决了大小非难题,又为社保基金进行了资本准备。“减持”、“转持”虽一字之差,意义却大不相同。“转持”意味着国有股下蛋,社保基金孵鸡,而“减持”意味着国有股杀鸡,社保基金取蛋,两者显然不能同日而语。《办法》规定社保基金在承继原国有股东的法定和自愿承诺禁售期基础上,再将禁售期延长三年,所以从短期来看,不仅可以打消散户对“大小非”减持的顾虑,更有利于树立社保基金机构投资者的形象,其奉行的长期投资、价值投资、责任投资的投资理念将有利于增强投资者信心,有利于我国证券市场的长期稳定健康发展。

本次国有股转持将涉及131家上市公司,应转持股份约83.94亿股。按

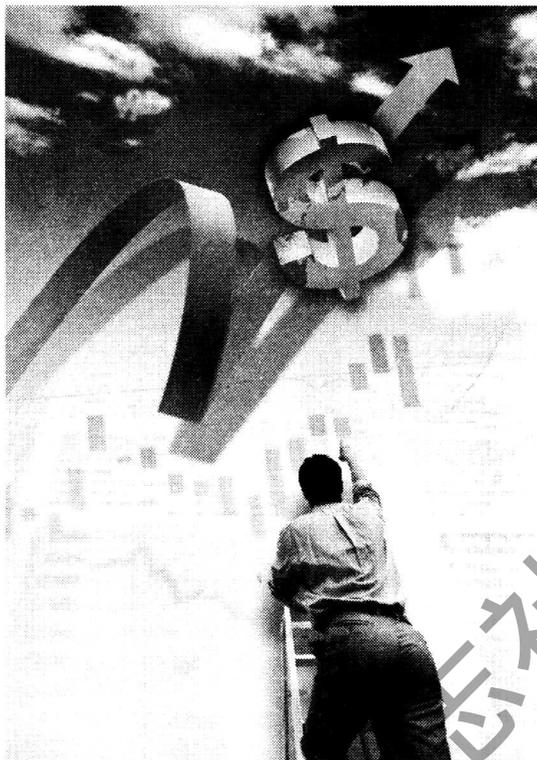
照财政部公布的这131家公司的应转股份明细,依照6月19日收盘价分别计算加总后,得出这83.94亿股份的市值约为835.5449亿元。如果考虑到从3月26日到6月19日期间部分公司的分红、送股等情况,实际转持市值可能略大于835亿元。

国有股转持的具体实施——制度有待创新、细节亟需完善

应该说,本次国有股转持的总体方案是值得肯定的,但在实际操作过程中仍存在以下值得关注和亟待解决的问题:

一是某些公司的大股东及主要股东的地位可能会动摇。根据《证券日报》的统计,11家需划拨国有股权的金融企业如果划拨完毕,将有8家企业的前10位股东座次需重新排定。如果再算上目前社保基金组合从二级市场买入的这些企业的股权,社保基金持股比例将进一步上升。除中国银行和工商银行外,社保基金在其他8家企业的股东座次均有不同程度的上升。其中,在中国人寿的股东地位将上升至第三位,在南京银行的股东地位将上升至第四位。尤其值得一提的是南京银行和宁波银行,在国有股权划拨完毕后,这两家银行现有的第一大股东地位将被外资银行法人股东所取代,这将对上市公司的公司治理带来不可预测的变化。

二是现金划转的定价问题。国有股划转社保基金共涉及沪深两市131家上市公司,其中需要进行股权划拨的股东为826家。在这些股东中,至少有6家因后续减持或股权转让等原因导致当前持股数少于需划拨股权数而面临不能顺利进行国有股权划拨的困境。以同洲电子(002052)为例,按规



有股占比又不高,按照首发规模10%划拨就会导致国有股东全部股权都需划转,如此一来,这些小比例参股的国有企业今后的动力何在?之前鼓励的国有产权多元化将难以为继,甚至会出现地方国有企业不愿出资参股地方上市企业的情况,因一旦持股过低,当所参股企业上市后就会面临着所持股权全部划归社保基金的问题。

本次国有股转持的影响——或显“双刃剑”效应

其实,市场利益相关方更为关注的是本次国有股转持实施完成后对我国资本市场长远发展的影响。对此,笔者认为应一分为二来看,既要肯定其积极的方面,又要有效防范其可能带来的消极影响。

1. 积极方面之一——充实社保基金。全国社保基金的资金筹集主要有三个渠道。首先是财政拨款,截至2008年,财政拨款已达2976.67亿元。另两项重要的收入来源分别是国有股境外减持收入和此次国有股境内转持收入。据估算,即使不计失业保障,社会保障资金的需求至少在10万亿元,2008年中国GDP为30.0670万亿元,政府财政总收入约占其中的20%,为61316.9亿元,2008年年底审计署审计表明,全国各类社保基金积累额近2.5万亿元。由此可见,目前社保资金的缺口依然很大。早在2003年10月,十六届三中全会就明确提出国家要采取多种方式筹集社保基金,包括依法划拨部分国有资产。此后,国务院多次指示要在未来五年内将社保基金规模做大。2004年9月,国务院批准成立包括国资委、财政部、证监会和社保基金理事会等部门组成的划转工作小组。而本次的国有股划转终于将其落实到位。

定该公司首发上市时的股东——深圳市高新技术投资担保有限公司应向全国社保基金划拨438.6997万股。然而,深圳市高新技术投资担保有限公司在后续减持之后,现在的持股数已少于252.83万股,远远少于应履行的划拨数。对此问题,有些专家认为这些国企股东是可以现金来补缴的。《办法》中也明确规定,对于以上缴资金方式履行转持义务的,国有股东须按国有股转持批复的要求,及时足额就地缴到中央金库。但以现金方式上缴就必然涉及到如何定价的问题,是以发行价定价还是以现在的二级市场股票价格定价,这在后续的细则中有待进一步厘清。

三是持股数量不够划拨的情况的处理。减持后股权少于应划拨数可以用现金进行补缴,那么按首发规模计算出持股数量少于划拨数的情况又该如何处理?对此,《办法》第六条明确规定,国有股东持股数量少于应转持股份数量的,按实际持股数量转持。如果某一公司首发规模特别大,但国

2. 积极方面之二——完善国有企业治理结构、促进资本市场长期稳定。社保基金有明确的禁售期限，流通套现操作也比较规范。上市公司近几年的财务报告也显示，社保基金是增持稳市的主力军。社保基金如果接手大小非，不仅在进入流通时间的选择上不受股改承诺期限的限制，而且在增持回购上也没有一般法人大股东的某些禁忌。相反，同样是代表国有产权，社保基金能够比汇金公司更长期地持有重要企业的股权。换言之，中央汇金增持三大行不能成为救市之平准基金，社保基金接手大小非则可能具有替代平准基金进行救市的功能，这无疑将大大增强市场对救市政策的信心。此外，由于社保基金要求有稳定的收益来源以不断夯实其资金支付能力，其可能对上市公司提出更为严格的分红要求，这对于解决上市公司“重融资、轻回报”等问题也将起到一定的推动作用。

3. 积极方面之三——催生新的投资机会。例如，国有股划转可能对原国有股东的持股比例产生较大影响：从绝对控股降至非绝对控股或股东顺序变更等，在这种情况下，原国有股东出于维护绝对控股或维持股东顺序的考

虑，可能会有增加持股的要求。又如，《办法》第十条规定，“根据国家相关规定需要保持国有控股地位的，经国有资产监督管理机构批准，允许国有股东在确保资金及时、足额上缴中央金库的情况下，采取包括但不限于以分红或自有资金等方式履行转持义务”。就实际操作而言，按市场价减持股份可能存在政策上的障碍，所以高分红预期相对更为现实。此外，《办法》第六条规定，需转持的对象为“股权分置改革新老划断后，凡在境内证券市场首次公开发行股票并上市的含国有股的股份有限公司”，这个规定的一个可能后果就是加剧了地方国资部门与国资委的博弈，一些地方优质国资企业会放弃IPO转而借壳上市或进行资产重组。

4. 消极方面——长远影响仍不明朗。有专家认为此次国有股转持与此前一直无法成功推行的“国有股减持”并没有本质区别。社保基金持有的这部分国有股在三年限售期后肯定会按市价减持，这与此前的国有股市价减持并没有本质区别，对市场的压力可想而知。另一些市场人士则认为：社保基金尽管承诺了锁定期，但将来要增加的流通量还是会增加的，对股市还

是会有影响的，只不过是会将这种影响尽可能地往后推延而已。从市场的资金供应和股票供求关系来看，国有股转持社保基金没有带来任何新的资金来源，而宣告部分国有股将由社保基金转持后社保基金由于巨额资金缺口必将带来减持的刚性需求，因此，这个政策增加了股票供给，却不能增加市场资金，显然带有利空的性质。故而，上述举措只是暂时舒缓A股市场即将面临的限售股解禁压力，从长远来看，其对市场的冲击绝不能轻视。还有观点认为：从中短期来看，社保基金得到部分国有股权是利好，起码可以维持大盘股的稳定，但长期却须视制度的公平而定。如果制度不公平，社保基金同样会蜕变为盘剥中小投资者的特权阶层。可见，对于此次转持的长远影响，市场各利益相关方仍出言谨慎。

综上，国有股转持社保基金作为一种补充社保基金的制度安排，其意义及对整个资本市场的有益之处是不言而喻的。但要真正把好事做好，仍需在具体实施过程中进行更加细致的制度安排，并在今后密切关注其可能对市场带来的不利影响。

(作者单位：复旦大学管理学院会计系)

责任编辑 刘莹

● 词条

财务信息系统

财务信息系统(Financial information system)，是以合理的部门合作、疏通的信息渠道为依托，以计算机、Internet网络、网络财务软件为手段建立起来的财务信息服务系统。它是管理信息系统的一个子系统，专门用于收集、存储、传输和加工会计数据以及输出财务信息。财务信息系统的设计应遵循以下原则：①有明确的目的，确保企业的要求得到最大限度的满足。②有明确的使用范围。③各个组成部分要协调一致，形成统一的整体，实现协同运转。④要有较强的应变性。财务信息系统设计完成并投入使用后，往往会出现企业主、客观条件发生变化或者发现原计划不完善等情况。为提高系统的优化水平和增强系统的功能等，需要经常进行修改和维护。因此，在设计中要采取必要措施，增强系统的应变性。⑤具有实用性和经济性。⑥具有充分的安全性和可靠性。