

让我们回到八年前,2001年的夏天,国务院出台了有关减持国有股充实社保基金的通知,其市场背景是:经历了1999年的“5.19”行情后,股市高点2001年已经上移到2245点。可当时的人们为何对此无法接受、没有成功?

8年后的今天,国有股转持细则已然出台,这样的政策是政府出于怎样的考量?为什么8年之后,从广大投资者的议论来看,大家普遍持赞同态度,反响积极?这样的举措对社保基金提出了什么新的要求呢?

# 国有股转持:一举多得的高招

申银万国 桂浩明

随着四部委有关国有股转持政策的发布,股改后含国有股的公司境内IPO按发行股数的10%向全国社保基金转持国有股的工作也就正式拉开了序幕。国有股转持这一事件同时也为社会各界所广泛关注,并且在股票市场上产生了一定的影响。而从广大投资者的议论来看,对此普遍是持赞同态度,反响积极,认为这是一出一举多得的高招。

## 转持前身: 减持国有股划拨社保

如果8年前国有股减持是本次政策的前身,那么前次举措遇到了怎样的现实困难。在这次有益的探索之后,最合适的操作模式是什么?

提到现在的国有股转持政策,不能不提及发生在8年前的国有股减持事件,在某种意义上,它也可以被认为是现在国有股转持政策的一次早期实践,是这一大政策的前身。

在2001年的夏天,国务院出台了有关减持国有股充实社保基金的通知,其中心内容是规定从那时起,凡企业在境内外首次发行股票的,其国有股部分拿出10%以存量形式向社会公开发售,这部分股票所募集的资金划拨给全国社保基金理事会,用以充实社保基金。当时的背景是,由于历年欠账,全国社保基金严重不足,很多职工的社保账户处于“空转”状态。而那时国家经济还没有完全摆脱亚洲金融危机影响,政府财力有限,无法对社保基金的缺口及时作出有效的弥补,以至社保基金的财务缺口还在不断扩大。虽然,以当时的支付能力来说,要应付即期支付还没有问题,但随着时间的推移,退休职工人数将不断增加,在可以预期的未来,即期支付压力就会明显加大,社保基金面临保障能力下降的困境。在这种情况下,利用资本市场筹集社保基金就成为一项现实的考虑。那时,上市公司的国有股是不能流通的,直接在二级市场上减持国有股尚不可行,因此有关部门提出了一个相对折中的办法,就是在公司发行股票时,国有股东拿出10%的股份作存量发行,发行所得归社保基金。这样,名义上并没有让国有股在二级市场流通,但在实践中却让部分国有股通过发行环节而完成了套现,在本质上,同样也是具有国有股减持的性质。

应该说,这一政策的立意是好的,它试图在不改变原有体制与规则的前提下,为部分国有资产转为社保基金寻找了一条道路。根据当时的设想,如果这一政策能够得以持续贯彻执行,那么每年社保基金还是有希望从国有股减持中拿到几十亿元,这可以在一定程度上弥补社保基金资金紧张的局面。当然,换一个角度来看,经历了1999年的“5.19”行情,在2000年沪市上涨到了2000点,次年则把高点又上移到了2245点。无疑当时的股市是颇为繁荣的,而站在管理层角度,一方面也确实担心市场是否出现了较大的泡沫,另一方面则是面对高涨的股票价格,恐怕多少也有进行国有股减持试点的想法,以便让国家也能够从资本市场的发展中得到资产增值并且成功套现的好处。当然,对于如何进行国有股减持,各方面看法很不一致。由于本身在发行时作出过国有股等“暂不流通”的承诺,因此要改变这样的契约并不容易。虽然当时在理论界还没有形成减持要支付“对价”的概念,但大家都清楚,减持是不能轻易进行的。而现在以充实社保基金的名义,又是在发行环节进行,似乎能够避免与原有契约的直接冲撞,用迂回的手段化解矛盾。

但是,大家都没有想到的是,在当时的市场,人们对此却无法接受。现在看来,这主要是出于这样几方面的原因:一

是由于存量发行后划拨,投资者普遍认为是一二级市场抽走了资金,对供求能否平衡产生了不小的担忧;二是当时股市处于高位,股票发行速度比较快,发行价也普遍比较高,而在人们的心目中,国有股本身的价值就是其净资产值,现在以新股发行价转让,实际上就是高价套现,因此也就有了高价减持的嫌疑;三是由于没有同时明确其它国有股未来是否也会减持等关键问题,以存量发行形式所进行的减持,被认为只是一个试探,今后会在一定条件下大规模地进行,所以对后市的信心产生了动摇。结果就是,当减持政策推出以后,股市出现了明显的下跌,一波始于网络经济热的股市大行情,也就在此时告了一个段落。值得一提的是,由于当时股市的下跌一发不可收拾,引起了各方面的不安,而且客观来说减持政策本身的不完善之处也在推进过程中逐渐反映了出来,等到了2002年的夏天,国务院正式行文,宣布停止执行这一政策,并且明确表示今后也不再出台类似的国有股减持方案。由于这个消息的公布,股市上还形成了一波很有力度的“6.24”上涨行情,当天两市股指几乎涨停。

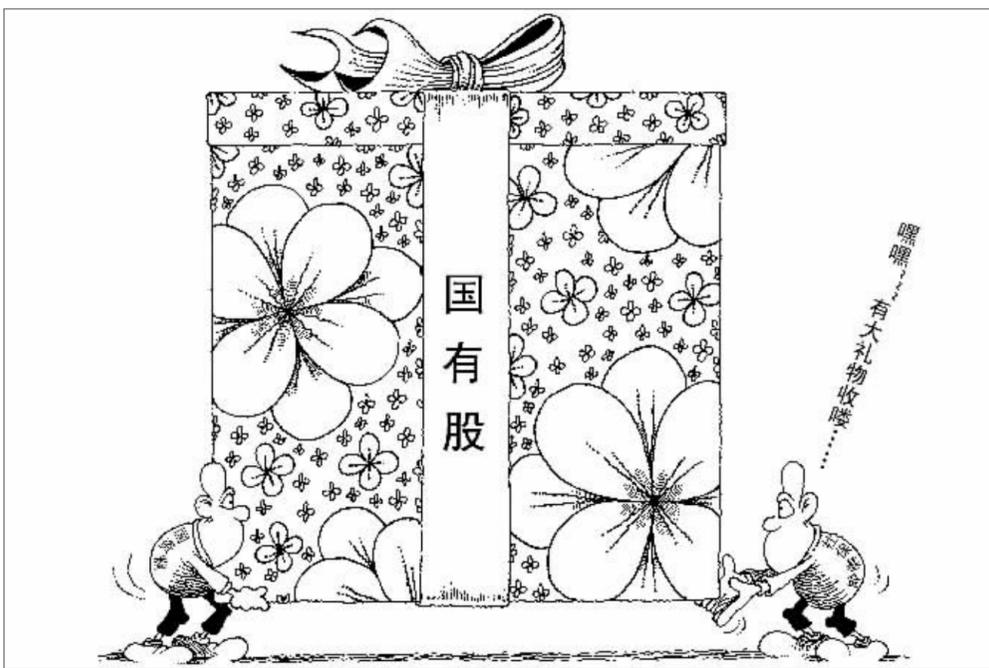
回顾这段历史,给人们一个很深的印象是,减持国有股,充实社保基金本身并没有错,而且是必须的。但是要这样做,必须有一定的条件,要符合市场的客观实际,并且采取合适的操作模式。否则,很可能是事与愿违,达不到预期的目标。但尽管如此,我们还是要说,8年前的国有股减持,应该说也是一次有益的探索。在境外市场,境内公司IPO时以国有股的10%作存量发行以充实社保基金的做法就一直沿用至今,也收到了一定的效果。应该看到,境内市场因为国有股减持而出现的反复、由此产生的经验与教训,对于后人完善利用资本市场将国有股这样的资产充实社保基金的实践,还是非常有意义的。

## 转持目的: 有效提升社保实力

有人测算,如果今后含国有股的公司IPO能够保持正常节奏,且这些企业的经营又基本良好,同时股票二级市场也能够大体保持稳定,那么通过国有股转持,未来社保基金会会有一个很好的发展,再加上其它渠道的补充,其历史形成的缺口有望在几年后从账面上得到基本解决。从这个意义上,这样的政策设计,应该说是成功的。

以现在的眼光来看,8年前的国有股减持之所以没有成功,最主要的原因是那时还没有进行股权分置改革,国有股在法理上并不具有在二级市场流通的条件,即便是在公司IPO时拿出一部分作存量发行,也同样被认为是违背契约的。当这一基础性问题受到质疑时,那么要继续推进减持的确是困难的。应该说,当政府决定停止执行这个政策时,实际上也就意味着准备调整思路,进行新的实践。而这个实践,自然是以股权分置改革为前提的。

众所周知,到了2005年5月,股权分置改革正式开始,它以包含国有股在内的非流通股股东向流通股股东支付对价换取流通股的形式,解决了股权分置这一困扰我国资本市场多年的深层次矛盾。到了2007年下半年,绝大多数上市公司都基本完成了股改,成为了全流通公司。这样,国有股等除了还存在一些流通时间方面的限制外,基本上是具备了上市流通的权力。在这种情况下,以资



本市场为平台实现国有股这类资产向社保基金的转移,也就成为可能。当然,这几年来,社保基金的情况也发生了一些变化。人们注意到,2002年以后,中国经济出现了一轮高速增长,国家财力更是以远超GDP的幅度提升,这就使中央财政有能力通过转移支付来弥补社保基金的部分缺口,可以说在一段时间中,社保基金的实力是有了很大的提高,有可能在应对当前的即期支付的前提下,还有能力拿出相当一部分来进行对外投资。时下,社保基金已经成为股市中一支令人不敢小看的重要投资力量。因此,现在充实社保资金,也不必像过去那样,主要是拿钱“填窟窿”以备不久以后的支付,而是要壮大社保资金的实力,进一步做大做强,为应对未来需求的增加作好准备。换言之,现在社保基金最需要的并不是现金,而是能够保值增值的优良资产。有了这样的前提,自然也就不再需要直接减持国有股来充实社保基金了,将国有股划拨给社保基金,即实现国有股转持给社保基金,对于社保基金来说是更为有利的,这也充分体现了国有资产全民所有,也是为全民所用的基本理念。

根据现行规定,国有股转持以后,要在原有基础上延长禁售期3年,这实际上是意味着社保基金在获得划拨到的国有股股权以后,还需继续锁定而不能马上套现。其实,对于目前并不缺乏现金的社保基金来说,它现在恐怕是更愿意继续持有那些国有股的。一般来说,现在进行IPO的企业,大都效益良好,多数能够给股东提供稳定的现金分红。而且这些企业通常也具有比较好的成长性,能够持续创造利润。持有这样的企业股票,可以分享中国经济的成长成果。在目前这样的低利率环境下,这些股票应该说是大型机构投资者中的一个良好投资标的。进一步说,现在社保基金不但参与一级市场的新股申购,同时在二级市场也有相当的投资规模,在获得了划转的国有股以后,其投资规模实际上进一步扩大,实力将明显上升。以2005年实行新老划断恢复发行新股以来,含国有股的IPO公司共有131家,可转持股份约84亿股,按发行价算就可得到639亿多元,其对应的市值就更大了。有人测算,如果今后含国有股的公司IPO能够保持正常节奏,且这些企业的经营又基本良好,同时股票二级市场也能够大体保持稳定,那么通过国有股转持,未来社保基金会会有一个很好的发展,再加上其它渠道的补充,其历史形成的缺口有望在几年后从账面上得到基本解决。从这个意义上,对社保基金而

言,实行国有股转持的确要比搞国有股减持更有利。这样的政策设计,应该说是相当成功的。

## 转持效果: 有利于完善公司治理

从当初并不成功的国有股减持,到现在受到普遍赞誉的国有股转持,国有股转持的意义不仅仅止于弥补社保基金的缺口、为它的稳步发展提供空间。对于转持股份的上市公司而言,未来的公司治理结构会如何改进呢?企业在经营压力下将如何改进公司治理?部分公司的股份结构将如何改变呢?

这里需要着重指出的是,实行国有股转持,其意义并不仅仅在于可以弥补社保基金的缺口,为它的稳步发展提供空间,同时还有利于完善公司治理结构,为改善公司的经营创造良好的条件。

根据一般的经验,对于上市公司的国有控股股东来说,在没有特殊条件的情况下,通常不会主动减持股权。这一方面是为了维护控股地位的需要,同时从管理上来说也是应对市值考核的需要。而由于事实上国有股的一股独大局面还是在一定程度上存在着,因此这对于企业的经营未必是有利的。有关方面不断呼吁提高在二级市场上流通股份的比例,应该说也是出于这方面的考虑。只是,以现行制度来说,国有股东恐怕一时还缺乏这方面的积极性。但是,当部分国有股被转持,划归社保基金所有以后,情况就不同了。社保基金在本质上,是这些股票的财务投资者,如果公司经营得好,它会长期持有。一旦经营不好,只要不是处于限售状态,就会进行减持。这样,客观上对于企业来说,是增加了经营压力。特别是社保基金所特有的追求稳定收益的特征,表现在其管理行为上,会对企业提出更多的稳健发展的要求,这能够在很大程度上对企业行为构成制约。研究发现,海外证券市场中,企业经营状况相对比较平稳,当然这里的原因有很多,但是与它们那里社保基金等长线投资者比例较高,社保基金成为很多公司的大股东是有一定关系的。我国社保基金进入股市才刚开始,股市中最主要的机构投资者是共同基金,这个投资者结构以海外市场的视

角来看未必是合理的。如果通过国有股转持等形式,让社保基金的持股比例能够有效地提高,那么应该说对于完善企业的治理结构,还是会产生相应的积极作用。国有股转持的直接结果,是较大规模地引入了社保基金作为股东,而这里的意义显然又是超出充实社保基金本身的。

有人还发现,在按比例完成国有股的转持以后,会出现部分上市公司大股东易人的局面,典型如南京银行、宁波银行等,它们的股权本身就比较分散,在若干个国有股东进行按比例转持以后,社保基金实际持有的股票数量将超过原第一大股东,成为企业的最大单一股东。这种局面的出现,其影响是多方面的。从实践来看,股权的适度分散,对于企业经营有利的一面还是相当多的,尤其是在形成权力制衡方面,作用很大。过去由于各种条件的限制,我们很难在这方面实践得比较多的探索,尤其是国有控股的银行等敏感企业。现在,国有股转持的出现,在无意中为人们提供了进行这方面实践的机会。还有,当财务投资者成为某家重要公司大股东的时候,究竟会给企业带来什么,也是需要认真加以研究的。但有一点是肯定的,会给公司的经营班子带来压力,促使其努力搞好企业。当然,社保基金的人主,能否达到这样的效果还需要观察,但不管怎么说,这样的探索是非常有价值的。当然,要真正做到这些,对社保基金本身也提出了很高的要求,对其投资能力、管理能力都是一个考验。当人们相信社保基金能够经受住这样的考验时,那么自然也会感受到,国有股转持这一政策,已经收到了一举多得的效果。

从当初并不成功的国有股减持,到现在受到普遍赞誉的国有股转持,我国在发挥资本市场功能,将部分国有股这样的资产转给社保基金方面,取得了长足的进步。从二级市场来看,国有股的转持,不但引入了新的长线投资者,而且还在相当程度上进一步减缓了人们对限售股流通的担忧。更重要的是,由于此举是在基本不增加二级市场压力的情况下,得以在较大程度上解决社保基金所存在的缺口等问题,有利于提升投资者对于经济长期稳定增长以及保持社会长期稳定的信心,这也就是股市对国有股转持消息公布后作出积极反映的原因。在这个层面上看,虽然转持政策的推出本身无关股市涨跌,但它对股市走势还是产生了良好的推动作用,广大投资者也成为了这个政策的受益者。由此,人们不能不说,这是一项源于实践,也是符合实际,并且能够满足各方面需要、产生全方位良好效果的高明政策。

## 新思路

海通证券

上个周末,财政部、国资委、证监会与社保基金理事会联合发布了《境内证券市场转持部分国有股充实社保基金实施办法》。(以下简称《国有股转持办法》)。《国有股转持办法》自颁布之日起施行。

根据统计数据,自股改新老划断后,即自2006年6月5日A股市场重启新股IPO发行至2008年9月17日新股IPO再度暂停期间,沪深两市累计发行新股IPO共计265家,其中实际控制人为国有企业(实际控制人归属包括中央国资委、中央国家机关、财政部、地方政府、地方国资委等)的新上市公司共计96家(说明:尽管实际控制人为集体企业或民营企业的新上市公司中,也有部分国有企业持股,但由于此部分国有股转持给社保基金的量不大,所以在此不作具体的统计与研究)。

根据WIND资讯统计数据显示,上述于股改新老划断后至2008年9月7日期间先后发行新股IPO的实际控制人为国有企业的96家新上市公司,新股IPO首发股本合计约为796.6亿股,按照《国有股转持办法》规定的将首次公开发行数量的10%相关国有股转为社保基金持有,转持国有股数量合计约为79.7亿股。我们认为,《国有股转持办法》的颁布并正式施行,有以下几个方面的重大意义:

其一,在A股市场新股IPO再度重启之际,《国有股转持办法》的颁布并正式施行,在一定程度上体现了管理层继续呵护证券市场的倾向,对A股市场短期运行趋势构成利好。

其二,在A股市场新股IPO再度重启之际,管理层出台《国有股转持办法》这项利好,或许有意通过此举对冲新股IPO重启可能对短期A股运行趋势造成的阶段性冲击。

其三,转持国有股数量合计约为79.7亿股,将部分缓解市场对未来A股市场限售股解禁高峰到来的担忧;不过,由于转持数量规模有限,我们认为,《国有股转持办法》的颁布并施行,对市场投资信心的正面影响更大一些。

其四,《国有股转持办法》的颁布,为进一步更好解决A股市场限售股解禁问题带来了全新的思路,如果未来管理层能够针对股改新老划断之前上市公司的限售股解禁流通问题出台类似措施,将非常有利于A股市场的中长期发展,并可能对投资者信心构成显著正面的重大潜在利好。

本版作者声明:在本人所知的范围内,本人所属机构以及财产上的利害关系人与本人所评价的证券没有利害关系。