

透視內企國有股權交易新規

無償劃轉為國企內部交易的一種特殊方式外，其他方式的價格確定均須以是市價為基礎。

另外，新規範還強化了

企業管治



何順文 李元莎

近日，內地國務院國資委、中國證監會就上市公司國有股權管理聯合發布了「國有股權轉讓所持上市公司股份管理暫行辦法」（下稱轉讓辦法）、「國有單位受讓上市公司股份管理暫行規定」、「上市公司國有股東標識管理暫行辦法」

等三個政策性文件，對國有單位轉讓和受讓上市公司股份的交易方式、定價原則、審核程式、資訊披露等方面做出了詳盡的規定，從而構成了內地在股權分置改革後，對上市公司可流通國有股權交易轉讓的新監管體系。

內地國資委和證監會選擇在這個時候推出這一系列規定，主要是由於自前年年初開始的內地上市公司股權分置改革，基本進入了全面的股權上市交易流通階段。根據中國證監會二〇〇五年四月「關於上市公司股權分置改革有關問題的通知」規定，非流通股通過股改後獲得上市流通權須做出自我限制，基本原則是一年內不能上市交易，兩年內出售股份不能超過公司總股本的百分之五，三年內不能超過一成，三年之後方可全部流通。如今，很多上市公司股改時間超過一年，可上市自由流通股份逐步增加，而原非流通股基本都是國有股。

此次國有股權交易新規，仍有國企監管機構——中央國資委主導，在此之前並未聽說其曾進行廣泛的市場諮詢。雖然國有控股公司和地方國資委對自身需求和市場狀況更為了解，應該授予它們更多得決策自主權，使其在股市多方利益博弈之中達到自我優化。

但新的交易規則大大約束了這些靠近市場主體的決策權，對於總股本在十億股以下的上市公司國有控股股東，其能自主決策交易的國有股僅為三年累計總股本百分之五以內；對於十億股以上的大型公司，則三年累計少於五千萬股或總股本百分之三以內。

確立市價交易原則大有進步

在嚴格限制上市公司國有股權交易規模和數量的前提下，上述新規範最大的意義在於，在內地上市公司股權交易中確立了市場交易和市價交易原則。轉讓辦法第六條規定，國有股東轉讓上市公司股份的價格，應根據證券市場上市公司股票的交易價格確定。

這對於內地上市公司股份轉讓和其他形式企業的併購交易，具有巨大的制度促進作用。因為長期以來，內地企業交易以淨資產為基礎，即使是上市公司股權交易，因大宗股權基本均為非流通股，因此也以上市公司淨資產為基礎確定交易價格。

控制權交易受限制助長投機

這一極端單一靜態轉讓基礎的廣泛使用，導致內地對於企業價值的認識極端落後，影響了內地市場交易觀念的樹立。而且，這一市價交易原則，適用於國有股權通過證券交易系統轉讓、協定轉讓、無償劃轉和間接轉讓的四種方式，除

對於股權轉讓的規定，在全部資金到位前不得進行股票過戶，從而避免了以往曾大量出現的國有股權交易黑洞。

對於上市公司國有股權交易，轉讓管理辦法進行了更為嚴格的控制。根據規定，對於所有涉及上市控股權的交易轉讓，都必須報中央國資委進行審批。對於受讓國有股東控股權後取得上市公司實際控制權的受讓方，轉讓管理辦法規定了明確的選擇標準。在為法人的前提下，受讓方還須滿足三個基本條件：一是設立三年以上，最近兩年連續盈利且無重大違法違規行為；二是具有明晰的經營發展戰略；三是具有促進上市公司持續發展和改善上市公司法人治理結構的能力。

筆者在充分肯定轉讓管理辦法將保障上市公司企業管治機制，作為受讓國有股權條件之一的同時，不禁存有以下疑問：如果一個上市公司的控股權難以交易，甚至是不可交易，則該公司的市場價值如何來體現？

長期為單一股東，尤其是國有股東控制，上市公司將喪失了其重組自身內部管治的最後手段——惡意併購下的價值再發現。

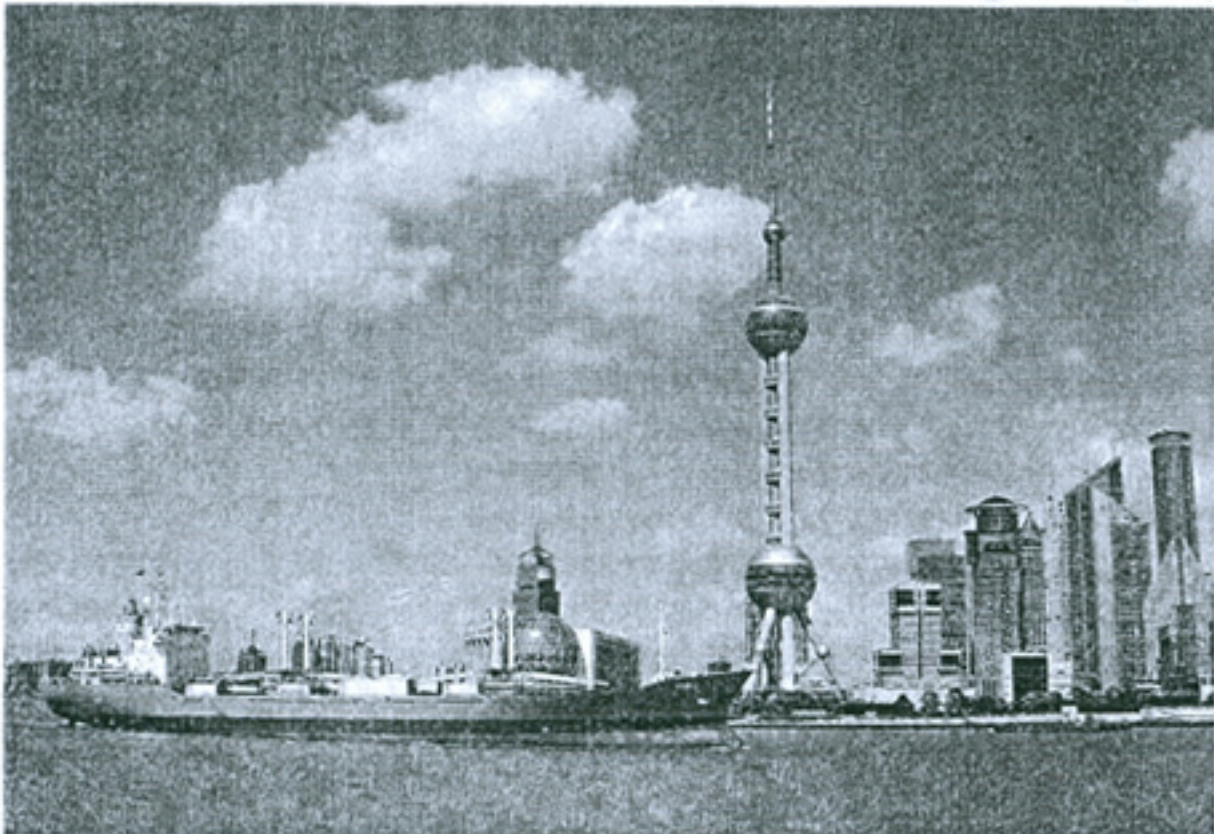
進一步說，對控股權交易的嚴格限制，導致了上市公司股票交易只能夠以財務收益為目的，這也將進一步助長內地高股價、高市盈率、高換手率的泡沫化股票市場的投機氣氛，損害證券市場基本功能發揮。

審批嚴格繁瑣誘發內幕交易

此次政策性文件關於國有股權交易的監管方式，仍然無法擺脫內地審批制管理的弊病。內地國資監管部門保留重大股權交易的審批權，作為其行使自身職責的需要可以理解。但是，由於層層上報、層層審批，在影響決策效率的同時，接觸證券交易敏感資訊的主體將被逐層放大，對於本就內幕交易嚴重的內地股市，這無疑大大增加了內幕資訊洩露的機會和內幕交易發生的機率。

當然，從根本上說，這是國有企業本身和市場經濟原則內在衝突的一個後果，但是在強調市價交易的背景下，如此管制過度無疑背離了市場規則。

何順文 漫會大學工商管理學院院長兼教授
李元莎 漫會大學工商管理學院博士研究生



國務院國資委和中國證監會近日發布「國有股東轉讓所持上市公司股份管理暫行辦法」等政策性文件。