

# 国企改革如何为股市注入正能量

中国人保资产管理公司， 蔡红标

2014-05-28 / 中经评论

[摘要] 目前国企改革主要集中在两方面：一是混合所有制，二是对管理层的股权激励。也就是说，国企不缺钱而是缺市场化机制。而投资者们关心的是，国企改革如何才能成为推动股市的正能量？文章认为，有效的国企改革应形成清晰的市场预期，不管是国资委还是各地政府，对国企改革似应尽快公布“看得见、摸得着”的方案。国企改革应像股权分置改革那样，成为推动股市发展的正能量，成为经济结构转型的新抓手。

（中经评论·北京）目前对于A股走势的看法有很大分歧：乐观者认为中长期拐点正在出现，而悲观者则预言大盘将直奔1700点。一定程度上，国企改革的主题投资能否成气候，将成为影响后市的主导因素。

目前国企改革主要集中在两方面：一是混合所有制，二是对管理层的股权激励。也就是说，国企不缺钱而是缺市场化机制。而投资者们关心的是，国企改革如何才能成为推动股市的正能量？

有效的国企改革应形成清晰的市场预期。现在，国企改革的大原则在十八届三中全会决议中已经明确，但具有可操作性的细则、方案尚待公布。混合所有制形式很多，可能对企业的影响也千差万别。混合所有制也并非意味着市场化。国企改制上市就是混合所有制，但很难说上市后的国企已经成为市场化的企业。另一方面，股权激励对激励高管士气很重要，但如果说一搞股权激励企业就完全焕发青春，也很值得怀疑。如果没有持续有效的对策方针，那么国企改革主题投资很容易成为“一阵风”。所以，不管是国资委还是各地政府，对国企改革似应尽快公布“看得见、摸得着”的方案。

笔者认为，“三三制”股权结构也许最有可能形成市场化机制，即国企大股东占1/3，机构投资者占1/3，中小投资者占1/3。这样，大股东有控制力，其他股东形成合力会制衡董事会，而中小投资者在股东大会上也有一定的话语权。当然，也可以按照4:3:3结构分配股权。但大股东持股51%以上，很难形成有效的法人治理结构。从过去的实践看，监管政策曾要求基金公司的第一大股东不得超过49%，虽然增加了股东之间的沟通成本，但该制度安排对于基金公司形成完善的法人治理结构和市场化的决策机制是个非常好的制度安排。当然，也许是因为大股东权益相对降低而导致大股东注入资源意愿降低，现在该制度被取消了。

国企类型很多，涉及行业也不一样，因此改革应分层次。例如，央企改革的关键是打破垄断，充分引入市场竞争机制，尤其是对于巨无霸企业应拆分。对于十分强势

的大型国企，仅仅把股权卖给非国企，可能很难引进市场化的机制。充分竞争型国企的问题是，在其还有相当市场价值的情况下，如何按市场公允价值尽快套现，引进混合所有制及有效激励才可能令企业做大做强。关系到国计民生的国企也有必要引进市场化的制度约束。因此，分门别类下的国企改革细则才能稳定投资者预期。例如，需要明确国有大股东从哪些上市公司中退出或退居为二股东，只有引进能和大股东平分秋色的其他非国有股东，才可能有效地改善法人治理结构，而这是建立市场化经营机制的前提。

国企改革必须按照资本市场的基本原则予以推进。应首先根据资本市场的基本原则引进合格的投资者，一定程度上赋予包括中小投资者在内的社会股东以优先购买权。具体建议，在与混合所有制的企业谈成合作意向后、签署正式协议前，首先应书面征求除大股东外的社会股东及中小投资者的意见，如社会股东愿意购买，则在同等条件下予以优先。也可以反其道而行之，在大股东提出转让股份前，参考国际股市中大股东减持的惯例，先征求社会股东或投资者的受让意愿，如果社会股东同意按先前的转让价格受让，则现有股东优先；如果现有股东不愿意购买，与大股东已经达成意向的机构方可购买，即采取“余额受让”的方式。现有社会股东对于大股东的股份，按市场公允价转让时有一定的优先权，并不违反任何现有法律法规。

之所以强调社会股东的优先权，基于以下三点理由：一是大股东把股份转让给其他中小股东较之于转让给民营企业，至少不会被冠之于“国有资产流失”的帽子，也不会被认为交易过程存在腐败，更不会出现二股东和内部人联手凌驾于大股东之上，从而损害公司和其他中小股东利益。二是以混合所有制名义引进的社会企业，由于在惯例上其受让价格低于二级市场价格，那么在其获得股份后有可能很快在二级市场抛售，与其如此，还不如按照国际股市的惯例，以一定的市场折价转让给市场所有老股东。这实际上就是国际股市的“配售”。三是通过市场力量，解决国有大股东“一股独大”引发的治理结构问题，不是简单地引进民营企业即可解决，还要通过市场力量来完善。民营企业或其他混合所有制企业进入上市公司后，要么在获得了额外好处后“同一个鼻孔出气”，要么被边缘化。如果简单地认为引进混合所有制即可解决国企的机制、体制，恐怕是一厢情愿。另外，直接转让给股市投资者，国企大股东可以直接获得现金，不会有任何坏账风险，这对经济结构调整、推动新兴经济、解决国计民生所需资金缺口等方面，无疑是有好处的。

投资者之所以欢迎上市公司实施股权激励，并不是不明白为此付出的成本（一般而言，股权激励的支出是作为上市公司的经营成本入账），而是希望以此获得上市公司成长的保证。如果说股权激励存在问题的话，那就是奖惩不对等：上市公司如果获得了高增长，高管们自然可以心安理得地获得股权激励，即便这是由于所处行业的景气导致；但如果上市公司未能达标，其损失的也是额外激励，本来的工资奖金一分不少。因此，市场化激励应该是奖罚对等：如果超越了行业平均水平，那么高管应获得

激励；反之，如果落后于行业，应该有一定处罚。

总之，国企改革应像股权分置改革那样，成为推动股市发展的正能量，成为经济结构转型的新抓手。