

Guoyougu Jianchi
yu Quanliutong

国有股减持

与

全流通

张广慧 著



中央编译出版社
CENTRAL COMPILATION & TRANSLATION PRESS

Guoyougu Jianchi
yu Quanliutong

国有股减持 与 全流通

张广慧 著



中央编译出版社
CENTRAL COMPILATION & TRANSLATION PRESS

图书在版编目(CIP)数据

国有股减持与全流通/张广慧著.
—北京:中央编译出版社,2004.9
ISBN 7-80211-009-2

- I. 国…
- II. 张…
- III. 国有企业—股票—证券市场—研究—中国
- IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 096349 号

国有股减持与全流通

出版发行:中央编译出版社

地 址:北京西城区西直门内冠英园西区 22 号(100035)

电 话:66560272(编辑部) 66560273 66560299(发行部)

h t t p: //www. cctpbook. com

E - mail: edit@ cctpbook. com

经 销:全国新华书店

印 刷:北京金瀑印刷有限责任公司

开 本:787×960 毫米 1/16

字 数:104 千字

印 张:11.625

版 次:2004 年 9 月第 1 版第 1 次印刷

定 价:19.50 元

序 一

陈耀先

广慧同志是山西省国信投资（集团）公司的副总经理和山西证券有限责任公司的总裁，我则在证券监督管理委员会工作，因为有这一层工作关系，我们工作中的交往比较多。当他博士论文完成以后准备公开出版，希望我能对他的论文写几句话作为序言。

对他的论文学术价值自有同行专家和他导师的评价，我就不作过多的赘述，我想就他论文的选题以及他论文对解决国有股流通提出的政策建议谈一些自己的看法。我国证券市场中上市国有企业的股权分置问题是一个改革政策探索中留下的历史问题。随着我国证券市场的发展和国有企业改革的深入，上市企业“一股独大”的问题已经影响到国有企业的治理结构，而且上市企业国有股分置和不能流通的问题已经影响到我国证券市场的健康发展，也不利于一些机构投资者进入证券市场，以大量中小股民为主的证券市场投资者结构影响到股市的稳定。但是，国有股减持和全流通牵涉到方方面面，牵涉到众多的中小投资者，特别是我国股市上大量的散户投资者。所以，有关部门一

直在酝酿和考虑国有股减持和流通的政策选择问题，非常慎重地考虑国有股减持和全流通政策的推出时机，并且举行了多次专题研讨会。有关政策研究部门和学术部门也举行了各种形式的研讨会。从我国改革开放以来，恐怕还没有哪一项政策能够像国有股减持和流通的讨论引起如此众多的关注。但是，由于各方面条件所限，或者因为相关政策缺少有机的配套，或因为有关政策方案各方面利益难以兼顾，一些政策引起了股市的波动和大幅度下跌，出现了持续低迷的问题，严重地动摇了投资者对股市的信心，股市低迷和波动已经不能承受任何政策的摇摆，在这种情况下，有些政策考虑就不得不推迟或暂时搁置起来，有些政策，主管部门都不敢过多地谈论，任何带有评论性的意见都会引起股市的异动。国有股减持的政策讨论和国有股全流通问题成为长期困扰我国资本市场的一个大难题，甚至有人把它称之为我国股市的一个“死结”。

但是，解决国有股减持和全流通问题是我国股市长期稳定发展的主要问题，也是进一步发挥我国股市在推进国有企业改革以及推进社会主义市场经济体制进一步完善必须解决的主要问题之一，对我国企业有效地利用多种融资渠道的制度建设、对完善我国上市企业治理结构，进一步提高上市企业经营管理效率都具有重要的影响。政策的敏感性和利益相关者牵涉面大的问题，使我们的决策研究更为慎重，更需要全面细致综合各方面的意见和看法，需要借鉴别的国家成功的经验和做法，同时更要注意别国实践

过程中的重大失误的教训，既要注意有关政策的研究，还
要注意相关配套政策的研究，既要注意政策实施的具体步
骤，也需要注意政策实施的条件和时机。

最近几年来，监管部门和学术部门围绕国有股减持和
全流通问题提出了诸多选择方案，并进行了多角度研讨。
广慧同志是一个证券公司的高级管理人员，实际工作的需
要和博士学位学习的机会，使他能够结合实际，运用新的
理论深入思考问题，并从对策研究的角度提出政策思考。
从他的论文思路来看，他从国有股的实际情况出发，从各
种方案的比较以及制度建设的高度提出了具体政策方案，
从制度建设的高度思考我国证券市场的发展与完善问题，
并从政策和制度相结合的角度探索解决国有股的减持和流
通问题，是有一定的创见的。而且他提出以股转债，实现
多赢的政策思路，既考虑到利益相关者的利益保护，又注
意到政策实施必须减少股市波动和震荡，特别是考虑到我
国证券市场的持续稳定发展，考虑到我国上市企业的持续
稳定发展。这种考虑充分体现了我们政策设计的基点，就
是要保证国有资产的保值增值的同时，兼顾各方投资者的
利益保护，还要实现中国股市的稳定健康运行，从总体上
保持我国股市平稳过渡和转型，同时还要真正实现国有股
减持和全流通与完善上市企业的治理结构有机结合的政策
预期目标。充分体现了国务院《关于推进资本市场改革开
放和稳定发展的若干意见》提出要“积极稳妥解决股权分
置问题”和“稳步解决目前上市公司中尚不能上市流通股

份的问题”，并提出在解决这一问题时要尊重市场规律，切实保护投资者的合法权益的基本精神和政策指导思想。

当然，广慧论文提出的政策建议也是一个积极有益的探索，他的论文的思路和建议对我们开拓思路多角度思考问题提供了更为广阔的空间，对我们进一步完善有关政策方案具有积极的推动作用。我希望更多的学者和实际工作者加入我们的研究和讨论，使我们的决策更为科学化，更有效地反映和综合有关利益要求，对推动我国社会主义市场经济改革和体制建设发挥积极的作用。也希望广慧同志能够在实际工作中更为深入地研究问题，推出更多的科研成果，并把这些成果应用到实际工作中来，提高我国企业的管理水平和决策水平，提高我国政策决策的水平和管理水平。

序 二

李 悦

《国有股减持与全流通》是张广慧同志的博士论文选题研究的中心部分。

广慧是我的博士研究生，在确定博士学位论文选题时，广慧结合他自身的工作就提出把这一题目作为博士学位论文研究方向。从现在大学博士学位论文选题的角度看，这是一个针对现实敏感政策问题的选题，具有鲜明的针对性和应用性，这样的博士论文在撰写过程中有相当的难度。作为导师，我当时为他选择这样的题目作为博士论文深感担心。但是，在几年的学习研修过程中，广慧执着于这一选题的研究和思考，参阅了国内外研究成果，最终完成了这篇论文。尽管在写作过程中，对一些涉及相关理论和政策问题的论述，广慧和我多次讨论，我已经对其中的许多问题有所了解。但是，当我读完他的论文最后成稿，我为他提出的问题和作出的思考分析，仍然有几分意外的惊喜和收获。

国有股是我国资本市场特有的一种现象，对我们这样一个从传统计划经济体制向市场经济体制转轨的国家，

各种政策设计和制度安排都是从当时的具体实际出发作出的可行选择，用制度经济学的一个基本立论就是路径的依赖问题。但是，随着改革的推进和发展，许多在当时比较合理或可行的政策选择和制度安排会为以后的发展留下许多问题，有些会成为进一步改革和制度建设的障碍，需要很好地研究解决问题的方式方法，国有股的设计就是这样的问题。已经发展十四年的我国股票市场业已成为我国资本市场和整个经济发展不可或缺的重要因素。然而由于我国股市建立初期的历史背景等诸多原因，形成了股票市场流通股与非流通股的股权分置问题，而这种股权割裂的制度设计严重影响了资本市场的发展。随着我国证券市场的发展，解决上市企业的国有股流通问题就成为完善资本市场必须解决的问题之一。为此，证券监管部门和相关的管理部门先后提出了解决这一问题的多种政策选择思路，而且也力图采取稳妥的措施推动国有股的减持并最终达到全流通。但是，由于条件的约束和时机的选择，主要政策着力点的选择、政策方案的设计和实施，以及相关配套措施的选择和实施，国有股减持政策的理论设想在提出以后就引起并不是政策预期所期望的各种反映，也没有达到我们政策所设想的稳定股市、推动我国资本市场完善的政策预期目标，反而造成了我国股市的波动和大幅度下跌，形成了长达三年多的低迷股市的问题，由此引发了一系列问题。

在这种情况下，股市结构性问题和国有股减持的问题，一时间成为我国证券业界和证券监管部门的一个“压痛

点”，成为一个十分敏感的话题，政策监管部门任何小小的政策举动甚至不经意的一些谈话都会引起股市的波动，业界任何大的调整也会引起监管部门的关注，股市脆弱的基础和投资者信心的严重动摇，已经使中国的股市难以承受任何政策的摇摆。

理论研究就是要直面现实，就是要经世致用，就是要解决社会经济发展中的问题。在这种情况下，既需要出于责任感、热情为大众利益服务的鼓呼之作，更需要出于解决问题使命感的实用的政策建议。广慧同志的博士论文就是出于这样的责任感和使命感的选择，既注意历史地发展地看待问题，又着力于解决问题的基点，力图从历史过程的分析中寻求解决问题的思路和政策选择。而且，广慧同志多年来一直从事证券投资公司的管理工作，他的学术研究既体现了一个学者必须具备的学术责任感和学术使命感，对学术问题的强烈兴趣，又体现了一个从事实际管理工作者必须具备的实事求是的务实精神，对政策选择的冷静权衡和多方考量。所以，论文力图把分析的出发点和落脚点都着力于解决问题的政策选择上。这是我作为论文指导导师感受到的第一个学术特点。

广慧同志多年从事信托、证券公司的高层管理工作。多年实际工作的锻炼和经历，特别是证券投资这样的实际领导工作经历，使他养成了务实务实再务实的工作作风，任何一个投资项目不能出于简单的随意的所谓热情之想，而必须对各种情况作出充分的分析和研究。所以，这种冷

静务实的学风也反映在他论文的思考 and 写作过程中。论文中贯穿的思想，实际上是把他的多年的证券工作实际经验和理论研究的成果条理化、系统化并上升为理论和政策的思考，大胆揭示出股票市场上信息不对称是绝对的，而信息对称是相对的问题，对同股、同权、同利的概念从理论上也应给予校正。论文通过提出“差异性”和“限制性”等新的理念来解决股票市场的信息不对称和全流通问题，有较高的理论价值和实践意义，这样的见解和分析结论，不是学者在书斋里想像和根据所谓的模型推导，而是在实际工作中的感受和理性思考，这是我非常欣赏的学术特点。当然，作为长期从事实际管理工作的博士研究生，他的论文没有像那些从学校门到学校门，从书本到书本，以模型推导出所谓系统理论和原理框架的构建，可能在有些学者看来，这样的论文有些缺少理论的“深度”和逻辑的“严密”，似乎“学术味”不足。的确，广慧的论文不像眼下一些博士论文那样，没有构建模型，没有罗列符号成串公式，没有推论基本原理，更多是从实际出发然后提出政策选择的思考。这正是我感受到他的论文的第二个学术特点，那就是对策性研究和从对策角度出发的理论思考。

我们知道，博士论文是为获取博士学位的功利之作，按照我国博士学位学制要求，要在两到三年内组织一篇博士论文以应付学位答辩之用，所以学位论文更多是一个阶段性成果，或者只是一个研究专题的基础性研究或开拓性研究，论文的许多思考只能是提出问题或初步分析问题。

但是，对广慧来说，这一选题却是他多年思考和工作实践的总结，同时也是他在这一领域趋势性发展的理论把握，不过借撰写博士论文的机会把多年思考重新梳理和组织，并力图运用新的理论和新的材料验证以前提出的一些看法，以对未来的政策走势作出科学的思考和把握。早在1989年他撰写的《浅谈公有股份经济》一文，现在看来与当前中国资本市场的发展实际和证券市场发展情况有不尽相同之处，但在当时的历史背景（新中国还没有成立证券交易所）和改革环境下，他对改革的发展趋势就有一定的理论思考。因此，我建议将此篇论文作为附录收录在本书后面，对他自己是要从中寻求思考问题的线索，而对研究问题则是进一步结合后来各方面的情况对以前提出的问题进行实践的验证，以校正自己的研究方向和方法。对正确的具有实用意义的理论观点的研究，不仅要通过对正确观点的验证和发展中充实，更需要在后来的实践中通过不断修正当时一些不正确的思考和结论来推动理论的发展。从2001年3月9日发表在中国证券报上的《在“中国特色”上做文章》一文，我们可以看到他的进一步思考，文章虽然短小，但在建立中小企业板方面提出不少好的建议，整体思路符合2004年国务院批准同意深交所在主板市场内设立中小企业板的实施方案，我也建议作为附录收入本书。当然，作为博士论文，只能是研究问题和解决问题的一个理论思考，只能提出一些政策性思考的思路。所以从这一点看，广慧的博士论文还有待于随着实践的推进进一步充实和深入研

究，有些问题的思考还需要进一步组织资料进行论证和分析。我想，学然后知不足，同样，一篇博士论文的研究和写作也会使作者深深感受到学问永远没有穷尽，越深入研究越感到自己学力、功力的不够，这一点我们师生二人多次交流过。

对学生，做导师的总有几分偏爱，对自己学生的研究成果，也多了几分溢美的赞誉，这种情感有时候甚至超出了对老师自己成果的感受。所以，我想在广慧的论文中还有许多在同行看来欠功力的研究，甚至欠全面的一些结论，欠客观科学稳妥的思考，需要进一步完善；对感兴趣的读者来说，论文在逻辑安排的思路梳理中还需要进一步严密和细致，还需要更充分的论据进行求证。这些问题都会存在。凡是做理论研究的，都有一种亲身的感受，每一篇发表的文章总是遗憾之作，所以才需要以后系列的文章进一步充实以前的研究，修正以前的一些看法和结论，甚至要对自己当时看起来正确而后来实践证明不正确的结论进行深刻的反思和检讨，只有这样才能提高自己，才能提高研究能力和研究水平。我想，广慧的博士论文也会是这样，他也会有这样的感受和思考。作为导师，还希望他的研究对他只是一个阶段性成果，需要他随着实践不断深入研究，在实际工作中不要放弃对理论研究的学术追求，不要把做学问当做一种功利之用，而要有强烈的责任感和使命感，中国改革和开放需要更多的理论研究人员务实地研究中国问题，更需要能够结合自己的工作实际勤于思考并能深入

研究的管理者。我想，广慧的论文在这一研究领域只能是引玉之作，作为作者对自己的成果应有敝帚自珍的偏爱，更需要吸纳百川的胸怀，倾听他人的批评意见，吸收别人的建议，更需要在别人的批评中反观自己的观点，这样才能从更多的角度审视自己的观点。

是为序。

目 录

序一	(1)
序二	(5)
导论：问题的提出	(1)
第一章 我国证券市场的发展与国有股的减持	(11)
第一节 国有股及其所有者主体	(13)
第二节 国有股减持的政策思考	(16)
第三节 国有股减持的紧迫性	(20)
第二章 国有股流通的政策指向	(25)
第一节 国有股流通	(27)
第二节 国有股流通是一种必然的趋势	(28)
第三节 宗旨——全流通	(31)
第三章 目前几种国有股减持与其它方案的思考	(33)
第一节 MBO 减持国有股方案	(35)
第二节 回购减持国有股方案	(40)
第三节 配售减持国有股方案	(45)
第四节 缩股减持国有股方案	(49)

第四章 国有股减持的方案探讨与分析	(53)
第一节 推倒重来方案有失偏颇	(55)
第二节 以股转债 实现多赢	(57)
第三节 普通股转优先股筹集社保资金	(61)
第四节 国有股向本企业员工转让还原职工主人 身份	(64)
第五节 以再融资的方式实现国有股减持	(67)
 第五章 全流通——多赢选择的政策构架	(69)
第一节 概念界定及理念	(71)
第二节 持续经营大股东的历史使命	(77)
第三节 全流通	(81)
 第六章 完善我国证券市场的制度安排	(85)
第一节 国有股减持困境	(87)
第二节 立法的必要性	(89)
第三节 国际经验：国有股减持的立法启迪	(92)
第四节 立法建议	(96)
第五节 立法内容	(100)
第六节 政策内容	(102)
 主要参考文献	(111)
后记	(117)

附录：作者相关论文	(119)
1. 试论社会主义公有股份经济	(121)
2. 建立产权交易市场促进国有资产流动	(128)
3. 要在“中国特色”上做文章	(133)
4. 国有股减持的路径选择和创新	(135)
5. 国有股减持“以股转债 多赢发展”的思考	(143)
6. 中国股市的制度建设与创新	(154)