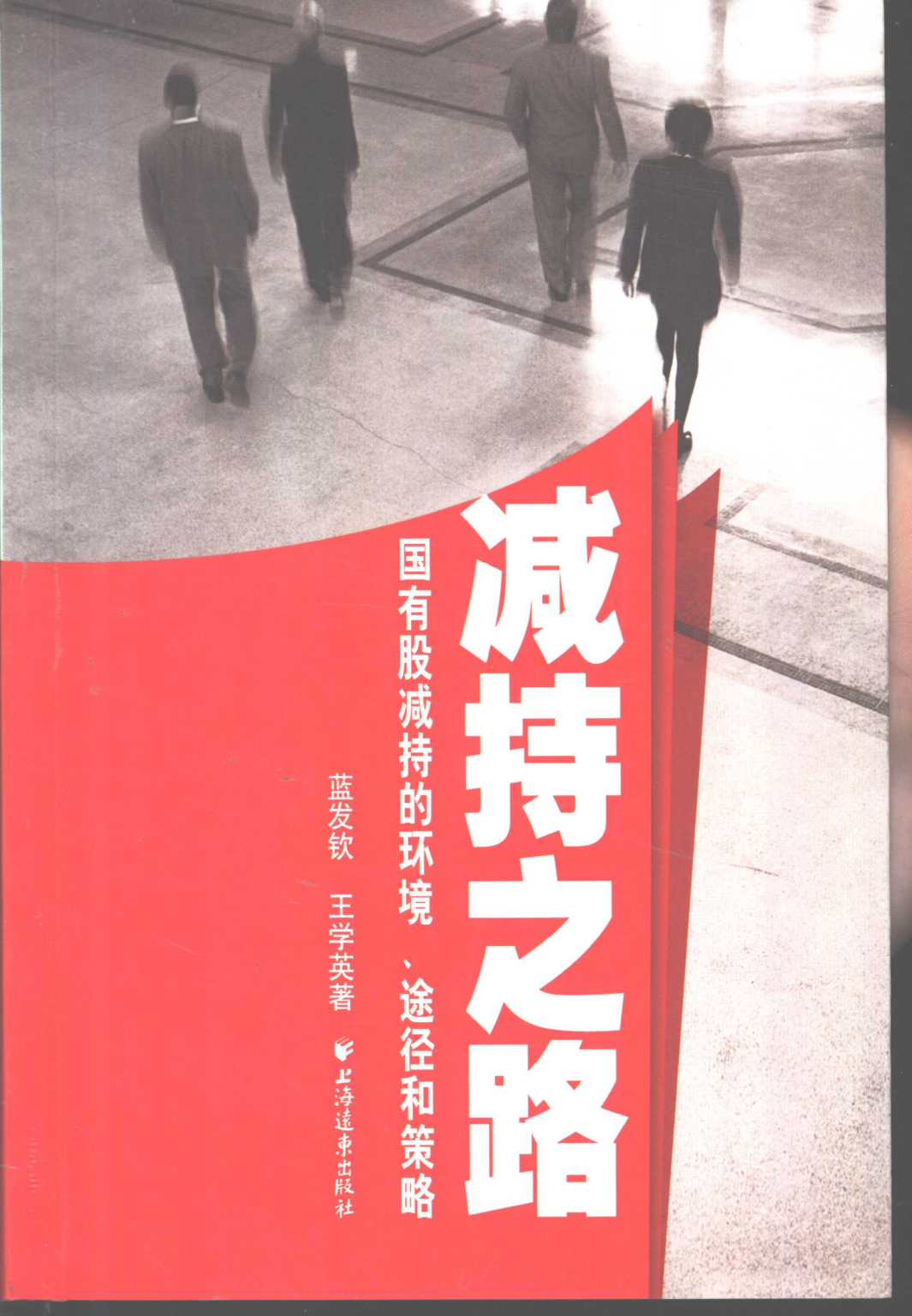




减持之路

国有股减持的环境、途径和策略

蓝发钦 王学英著

上海远东出版社

减持之路

——国有股减持的环境、途径和策略

蓝发钦 王学英 著

上海遠東出版社

减持之路——国有股减持的环境、途径和策略

著 者/ 蓝发钦 王学英

责任编辑/ 金 水

装帧设计/ 戚亮轩

版式设计/ 李 昕

责任制作/ 晏恒全

责任校对/ 吴明泉

出 版/ 上海远东出版社

(200336) 中国上海市仙霞路 357 号

<http://www.ydbook.com>

发 行/ 新华书店上海发行所

上海远东出版社

排 版/ 南京展望照排印刷有限公司

印 刷/ 商务印书馆上海印刷股份有限公司

装 订/ 上海虎林装订厂

版 次/ 2001 年 9 月第 1 版

印 次/ 2001 年 9 月第 1 次印刷

开 本/ 850 × 1168 1/32

字 数/ 238 千字

印 张/ 10.25

印 数/ 1 - 3100

ISBN 7 - 80661 - 380 - 3

F·81 定价: 19.50 元

图书在版编目(CIP)数据

减持之路：国有股减持的环境、途径和策略/蓝发饮,王英学著. —上海：上海远东出版社,2001

ISBN 7-80661-380-3

I.减... II.①蓝...②王... III.国有企业—股票—证券交易—资本市场—研究—中国 IV.F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 063270 号

前言

驻足新世纪,回首中国国企改革 20 多年的历程,不难发现,它可以分成两个阶段:一开始,改革思路瞄准了推广企业自主权和增加企业可支配收入这两个目标,沿着政府向企业“放权让利”的思路向前推进。但是,改革的效果却不能令人满意,国有企业经营效益普遍低下,亏损不少。这说明:改革国有企业的权力关系,是不能从根本上解决国有企业问题的。1994 年,国企改革进入第二阶段,由政策性调整适时转入制度性改革,即进入建立现代企业制度的新阶段,同时明确提出要对国有经济进行战略性重组。相应的,作为国有经济战略性重组的重要一环,国有股减持问题列入 1997 年党的十五大报告的重要议题。但是,随之而来的国有股减持实践并没有得到市场的普遍认同,尤其是中国嘉陵和黔轮胎的国有股配售方案。其结果,呼之欲出的国有股减持沉寂了一年多。2001 年 6 月 12 日,国务院发布《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》,该《暂行办法》的公布与其说是针对国有股问题,不如说是为了弥补社会保障资金不足,国有股减持的问题仍然悬而未决。正是基于这样的一种背景,本书从各个层次,多个角度,系统研究了中国国有股减持的环境、渠道及其基本策略。

本书行文分三个部分,首先是全面阐述了国有股减持的背景及其总体思路,认为国有股减持一方面是出于配合国有经济战略性重组的需要,而更重要的是中国证券市场国有股比重过

大所带来的种种弊端内在的一种要求,明确国有股减持不同于国有股退出、国有股流通,也与其他国家的私有化有所不同。第二部分作为本书的重点,介绍了国有股减持的各种可能途径,重点研究各种工具的两个问题:其一,适应性,即每种工具适合什么样的上市公司操作。其二,创新,即每种工具如何进行适当的创新,以使其更符合各上市公司的要求、更能为市场所接受、减持国有股的效果更好。第三部分简要分析了国有股减持的法律规范问题,重点论述了相对较成熟的股份减持方案——回购所涉及到的法律、法规。

国有股在大量上市公司中占绝对比重,且不流通,是中国证券市场独特历史背景的独有产物,相应的,为了解决这一问题而提出的减持措施也是“前无古人”,根本不存在所谓成功的可供借鉴的既定模式。换句话说,我们不能寄希望决策层公布一种放之所有公司而皆行的减持工具,减持国有股也只能摸着石头过河,慢慢尝试,慢慢实践,慢慢总结,直至筛选出几种相对可行的国有股减持方案。因此,不管是理论界还是实践界,都应有一种迫切感,积极探索新的和稳妥的方式减持国有股,而不是等待。正是出于这样一种考虑,本书的出版希望能够抛砖引玉。

本书在撰写过程中,华东师大工商管理系系主任夏嘉华副教授、金融与证券专业研究生孟令萍也付出了辛勤的劳动,参与了部分章节的写作。另外,本书还参阅了大量国内外文献,吸取了其中部分最新研究成果,有些已在参考文献中列出,有些未加列出,在此一并表示深深的谢意。当然,书中所有观点都由我们自身负责。

作者

2001.8.10

内容简介

国有股减持,已成了当前阶段中国股市最敏感的问题,不仅管理层为此颇费周章,更牵动着数千万股市投资者的心。这是中国证券市场特殊历史背景下的独特问题,不论是学术上还是实践上都迫切需要探索减持国有股的稳妥方式。

本书在全面阐述国有股减持的背景及其总体思路的基础上,详细探讨了国有股减持的各种可能途径,如:股份回购、国有股配售、零息回购转债、可交换债券、经营者股票期权与员工持股计划、国有股投资基金等,简要介绍了国有股减持的其他方式,如协议转让、国有股有条件上市、拆股上市、设立C股市场、股转债等,并重点研究了国有股减持工具的适应性及创新问题。本书最后简要分析了国有股减持的法律规范问题,重点论述了相对较成熟的股份减持方案——回购所涉及到的法律法规。

本书内容新颖,资料翔实,分析深入透彻,并附有若干中国上市公司的案例,具有较高的理论水平和实践参考价值,是一部难得的好书,证券投资者不可不读。

蓝发钦

1968年生,福建上杭人。1999年毕业于华东师范大学金融学系,获世界经济专业国际金融研究方向博士学位。现执教于华东师范大学商学院,任副教授,硕士生导师,同时在东南大学从事博士后研究工作。先后在国内核心刊物发表专业学术论文近50篇,出版专著、合著六本,代表作有《中国上市公司股利政策论》、《资产经营》和《国际金融导论》等。近期主要研究方向:公司理论、金融市场、投资银行理论与实务。

王学英

女,1956年生。1982年2月毕业于华东师范大学。现为华东师范大学商学院副教授。主攻经济法和公司法。撰写和参加撰写了《资产经营》、《中国上市公司重组全景精要》和《涉外经济法》等著作。

目 录

前言	1
----------	---

1. 国有股减持的背景及其总体思路	1
-------------------------	---

§ 1. 国有经济战略性重组刻不容缓	1
--------------------------	---

一、国有经济战略性重组的必要性	2
-----------------------	---

二、国有经济战略性重组的内涵	13
----------------------	----

三、中国国有经济进行战略性重组不同于私有化	18
-----------------------------	----

四、国有经济的正确定位	23
-------------------	----

§ 2. 中国上市公司国有股减持的总体思路	27
-----------------------------	----

一、中国上市公司股权结构的现状及其成因	28
---------------------------	----

二、国有股比重过大且不流通产生的问题	32
--------------------------	----

三、国有股减持的内涵及其实践	40
----------------------	----

四、国有股减持方案设计时应遵循的基本原则	42
----------------------------	----

五、中国上市公司国有股减持的顺序与方式选择	48
-----------------------------	----

2. 股份回购	51
---------------	----

§ 1. 股份回购概述	51
-------------------	----

一、股份回购的内涵	51
-----------------	----

二、股份回购的类型	54
-----------------	----

§ 2. 股份回购的适应性	67
一、股份回购的市场效应	67
二、适宜采用股份回购减持国有股的上市公司特征	75
§ 3. 股份回购减持国有股的创新	79
一、股份回购减持国有股的创新之一： 股份回购与配股相结合	79
二、股份回购减持国有股的创新之二： 股份回购与增发新股相结合	83
§ 4. 案例分析——申能股份回购	86
3. 国有股配售	95
§ 1. 国有股配售概述	95
一、国有股配售的基本概念	95
二、国有股配售的市场效应	97
三、适宜采用股份配售减持国有股的上市公司特征	99
§ 2. 国有股配售的定价方法	103
一、采用股权自由现金流折现模型计算国有 股权内在价值	103
二、国有股配售的市场定价	104
三、国有股配售的方式组合与区别定价	105
§ 3. 股份配售减持国有股的创新	106
一、股份配售减持国有股的创新之一： 发行认股权证	106
二、股份配售减持国有股的创新之二： 发行篮子式认股权证	111
§ 4. 案例分析——中国嘉陵国有股配售	114

4. 零息回购转债	123
§ 1. 零息回购转债与国有股减持	123
一、零息回购转债的设计思路	123
二、零息回购转债的基本要素	126
三、零息回购转债实施的市场可行性	132
四、零息回购转债实施的技术可行性	135
五、我国引入可转换公司债券的意义及其特点	136
六、发行零息回购转债时应注意的几个问题	138
§ 2. 零息回购转债的定价	139
一、零息回购转债的定价方法：	
固定收益观下的复合定价法	140
二、股票期权定价的基本理论	142
三、可转换公司债券的定价过程	149
四、零息回购转债的最终定价	151
§ 3. 零息回购转债的条款设计	158
5. 可交换债券(EB)方案	167
§ 1. 可交换债券与国有股减持	167
一、可交换债券的基本概念	167
二、可交换债券减持国有股的市场效应	169
三、中国适合发行可交换债券的公司	172
四、可交换债券减持国有股在条款设计时应注意的问题	173
§ 2. 案例分析：上实集团 1997 年 6 月发行 EB 的技术介绍	174
§ 3. 案例分析：香港红筹股的母公司的 EB 发行	178
6. 经营者股票期权(ESO)与员工持股	

计划(ESOP) 181

§ 1. 经营者股票期权的基本内容 181

一、经营者股票期权(ESO)的内涵 181

二、ESO 的具体内容 183

三、ESO 的执行方法 186

四、股票期权的结束条件 188

五、公司对股票期权计划的管理 190

§ 2. 经营者股票期权与国有股减持 190

一、经营者股票期权实现国有股减持的思路 190

二、适宜采用股票期权计划减持国有股的公司 191

三、经营者股票期权与员工持股计划配套进行 191

§ 3. 管理层收购——股票期权减持国有股的延伸 194

一、管理层收购的内涵 194

二、管理层收购减持国有股的操作方法 196

三、粤美的“管理层收购”开创国有股减持新思路 197

§ 4. 股票期权减持国有股的典型案例——吴忠仪表模式 200

7. 国有股投资基金方案 207

§ 1. 投资基金概述 208

一、投资基金的基本概念 208

二、投资基金的类型 210

三、投资基金的优点与局限 215

§ 2. 国有股投资基金与国有股减持 219

一、国有股投资基金的内涵 219

二、国有股投资基金减持国有股的市场效应 220

§ 3. 两种国有股投资基金模式的比较分析 222

一、波兰“国家投资基金会”模式	223
二、中国香港“盈富基金”模式	224
§ 4. 中国国有股投资基金的方案设计	227
一、中国国有股投资基金的设立	227
二、中国国有股投资基金的发行	228
三、中国国有股投资基金的上市	229
四、所持国有股的股权管理	229
五、中国国有股投资基金的收入来源	231
§ 5. 中国国有股投资基金方案的创新	232
一、中国国有股投资基金方案的创新之一： 发行指数存托凭证	232
二、中国国有股投资基金方案的创新之二： 国有股投资基金与国有股配售相结合	236
8. 国有股减持的其他方式	239
§ 1. 协议转让	239
一、协议转让方式的内涵及其特征	239
二、经典案例分析——武汉国有资产经营管理 公司协议转让国有股	240
§ 2. 国有股有条件上市	246
一、国有股有条件上市流通的方案设计	246
二、国有股有条件上市流通对有关各方的影响	247
§ 3. 折股上市	249
一、折股上市的特征	249
二、折股上市方案的基本要素	250
三、折股上市减持国有股的效应分析	251
四、国有股有条件折股上市减持国有股更具有 市场操作的可行性	253

§ 4. 设立 C 股市场	253
一、C 股市场减持国有股的基本思路	253
二、C 股市场如何设立	254
三、设立 C 股市场的可行性	256
§ 5. 股转债	257
一、股转债的基本做法	257
二、股转债减持国有股的可行性	258
三、股转债与债转股比较分析	259
四、股转债减持国有股的作用分析	261
五、股转债的效益预测	261
9. 中国上市公司国有股减持的法律问题	265
一、上市公司国有股减持的法律环境	265
二、股份回购的法律问题	266
三、股份回购立法的可借鉴性分析	278
10. 关于《减持国有股筹集社会保障资金管理 暂行办法》	285
一、《暂行办法》的主要内容	285
二、决策层制定《暂行办法》的着眼点	287
三、国有股减持的主要渠道：“存量发行”简介	289
四、关于《暂行办法》，市场各方应注意的几个问题	291
附录一：《减持国有股筹集社会保障资金管理 暂行办法》	295
附录二：香港公司购回本身股份守则	298
参考文献	313

1 国有股减持的背景

第1章 及其总体思路

国有经济战略性重组刻不容缓

党的十一届三中全会以来的中国经济体制改革,从某种意义上说,是一部国有企业管理体制改革的历史。改革开始时,人们首先看到的是,原有国有企业制度的最大缺陷之一是机制僵化,把企业经营“绑”死了,把企业职工的收入限制死了,企业没有自主权,也没有靠自己努力提高收入的可能,积极性受到挫伤。所以,改革思路合乎逻辑地瞄准了推广企业自主权和增加企业可支配收入这两个目标,沿着政府向企业“放权让利”的思路往前推进:从1979—1980年开始实行企业留利制度和职工奖金制度,到1981—1982年的经济责任制,到1983—1986年的“利改税”,一直走到1987—1993年的“经营承包责任制”。但是,其效果却不能令人满意。当时的这一现状说明,国企问题不是简单的产权界定模糊、政企职能不分的经营机制僵化问题。1994年,国企改革由政策性调整适时转入制度性改革,即进入建立现代企业制度的新阶段,与之相适应的,1993年12月29日八届人

大常委会五次会议通过了《中华人民共和国公司法》，为建立现代企业制度确立了法律依据。然而，之后三年的试点实践，发现政府和企业权力、利益调整上的矛盾重重，阻力不小，致使企业改革步履艰难，成效甚微。

回顾二十多年来，国企改革的历程，“放权、让利”，改革国有企业的权力关系，是不能从根本上解决国有企业根本问题的，要解决国有企业问题，必须从产权这个根本性问题上入手，即必须建立现代产权制度，对国有经济进行战略性重组。如将“放权、让利”、改革国有企业的权力关系作为国有企业的第一次改革的话，那么国有企业的第二次改革，就是对国有经济的战略性重组，建立现代产权制度。

一、国有经济战略性重组的必要性

2 国有经济战略性重组的必要性源自国有经济布局的不合理现状及其引发的问题。

（一）中国国有经济布局的历史与现状

作为一个社会主义国家，中国从 20 世纪 50 年代开始，就根据传统的社会主义理论，通过独特的中国方式，进行消灭私有制，建立包括全民所有制和集体所有制在内的公有制，进而推进集体所有制，进一步向全民所有制转化，目标是让全民所有制覆盖国民经济的各个领域。这种脱离中国实际的作法，在 1958 年的大跃进后遇到挫折。20 世纪 60 年代初对农村所有制结构进行了调整，不再强调向全民所有制过渡，但仍然限制以至打击家庭经济和农村集市贸易的发展。“文化大革命”进一步发展成为“割资本主义尾巴”的闹剧。因此，到 1978 年中国改革开放之初，国民经济各个领域，农业、工业、交通运输业、通讯业、建筑

业、商业服务业、金融保险业等都处在全民所有制和集体所有制经济的控制之下,出现连城市居民的理发、洗澡都要国家财政出钱举办的奇特现象。以工业为例,1978年,全民所有制、集体所有制工业在全国工业总产值中的比重为77.6%。其他领域情况基本相似。这种纯而又纯的状态,不仅把非公有经济成分排除在参加国家经济建设的行列之外,而且浪费了大量国有经济和集体经济资源,使国有经济处于不堪重负的境地。

如果说改革开放前,由于对社会主义理论教条式理解,一味追求国有经济的全面控制,是中国国有经济分布过广、过散的根源,那么,改革开放后,对国有经济布局调整的改革措施不彻底,“纵容”了中国国有经济布局过宽、过散的格局长期存在。十一届三中全会以来,改革这种违背经济规律的国有经济布局的方法不是用减法,把国有经济改为非国有经济;而是用加法,在国有经济之外,发展个体、私营、乡镇、城镇集体等非国有经济,同时大力吸引港澳台和外国投资。这样,在没有触动国有经济独占地位的条件下,使非国有经济大举进入原来由国有和集体经济占领的领域。而国有经济并未因此停止发展,政府一方面集中大量资金投入于基础设施领域,克服能源、交通运输、原材料、通讯等瓶颈障碍;另一方面,按市场原则建立起一批新型的国有企业。原来的国有经济,由于受到非国有经济越来越大的挑战,被迫进行了市场化改革,有的改革成功,有的陷入了困境。在中国所有制结构变革过程中,国有经济和非国有经济的改革和发展,不是互相排斥,而是相互促进的。国有经济在基础设施等方面的扩大,为非国有经济的发展创造了基本的外部条件;而非国有经济的强大市场竞争力,为国有经济的市场化改革也施加了重要的影响。

尽管通过20年来的所有制结构改革,中国公有制经济一统天下的局面已经打破,出现了公有制实现形式多样化和多种经济