



首都经济贸易大学出版基金资助

SHOUDU JINGJI MAOYI DAXUE CHUBAN JIJIN ZIZHU

国有股减持： 渊源、历程与路径选择

GUOYOUGU JIANCHI
YUANYUAN LICHENG YU LUJING XUANZE

李 新◎著



首都经济贸易大学出版社
Capital University of Economics and Business Press

北京市社会科学理论著作出版基金资助

北京市属市管高等学校人才强教计划资助

首都经济贸易大学出版基金资助

国有股减持： 渊源、历程与路径选择

GUOYOUGU JIANCHI

YUANYUAN LICHENG YU LUJING XUANZE

李 新◎著



首都经济贸易大学出版社

Capital University of Economics and Business Press

图书在版编目(CIP)数据

国有股减持:渊源、历程与路径选择/李新著. —北京:首都经济贸易大学出版社,2007.6

ISBN 978 - 7 - 5638 - 1419 - 0

I. 国… II. 李… III. 国有企业—股票—证券投资—研究—中国
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 020610 号

国有股减持:渊源、历程与路径选择
李 新 著

出版发行 首都经济贸易大学出版社

地 址 北京市朝阳区红庙(邮编 100026)

电 话 (010)65976483 65065761 65071505(传真)

网 址 <http://www.sjmcb.com>

E-mail publish@cueb.edu.cn

经 销 全国新华书店

照 排 首都经济贸易大学出版社激光照排服务部

印 刷 北京泰锐印刷有限责任公司

开 本 880 毫米×1230 毫米 1/32

字 数 217 千字

印 张 8.5

版 次 2007 年 6 月第 1 版第 1 次印刷

书 号 ISBN 978 - 7 - 5638 - 1419 - 0/F · 829

定 价 25.00 元

图书印装若有质量问题,本社负责调换
版权所有 侵权必究

序

1999年9月中国共产党十五届四中全会《关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》中指出,“从战略上调整国有经济布局 and 改组国有企业”,“要坚持有进有退,有所为有所不为”的总体原则,提出要“选择一些信誉好、发展潜力大的国有控股上市公司,在不影响国家控股的前提下,适当减持部分国有股,所得资金由国家用于国有企业的改革和发展”。

由此,有关方面开始着手解决证券市场上的国有股问题,并进行了国有股减持的探索,主要包括定向配售、存量发行、协议转让以及股份回购等几种方式。定向配售和存量发行是监管部门推动的、利用证券市场减持的方案,但是由于存在股权分置问题,流通股股东和非流通股股东利益难以协调一致,从而导致方案难以实施;协议转让和股份回购是自发的市场行为,具有可操作性,进展比较顺利,其中云天化国有股回购案例还相当成功,但这些方式也存在国有股定价不合理及国有资产流失等问题。

2005年4月启动并顺利推进的股权分置改革,基本上解决了证券市场的结构问题,为国有股减持创造了良好契机。可以预见,成功的国有股减持将有利于改善上市公司治理结构,有利于优化产业结构,有利于促进产业转型,从而为证券市场进一步繁荣奠定坚实的基础。在这样的背景下,李新同志的论著《国有股减持:渊源、历程与路径选择》具有重要的现实意义和理论价值。综观全书,有以下特点:

第一,从国有经济和私有经济的制度变迁入手,以历史的角度

和全球化的视野展开分析,认清了国有股减持的渊源和本质。作者认为国有经济和私有经济是现代社会资源配置的两大体系,各有所长。当前的政治和经济条件决定了不少领域和行业内的部分国有经济应当民营化,而国有股减持是现代市场经济条件下国有经济民营化进而优化资源配置的一种重要而便利的方式。因此,国有股减持渊源于国有经济民营化,它不是中国独有的现象,很多国家和地区都经历了相似的过程。这种以“历史、现实和未来”为立足点的研究说明作者具有较开阔的视野。

第二,比较完整地归纳了国内外国有股减持的基本历程,并进行了实证和案例分析,从中得出了不少令人信服的结论。作者以翔实材料,实事求是地分析了我国历次国有股减持的过程,总结了国际上国有股减持的经验教训,认为中国国有股减持具有市场选择和公共选择“双重”特性,应当坚持利益均衡原则,选择适当的国有股减持模式,制订合理的国有股减持计划。

第三,理论联系实际,始终将中国国有股减持问题作为研究目标,探讨合理的减持模式。作者强调“全球视野和本土化操作”的理念,认为其他国家的经验教训值得充分借鉴,但中国国有股减持的路径具有独特性,没有必要也不可能完全参照他人的模式,中国国有股减持成败的关键在于选择切合自身实际的减持模式。作者恰当地将国有股减持分为公开市场和私下市场两种基本模式,并将现有的减持方案分别归入其中,认为两种模式各有适用范围,都能在国有股减持中发挥作用,但根据目前的政治、法律和经济条件,中国国有股减持的路径应当以私下市场模式为主,适当运用公开市场模式。这些都体现出作者独立思考和实事求是的研究风格。

应当承认,目前学术界针对国有股减持的系统研究还不多,大多集中在市场操作层面,而李新同志的研究则是全面和系统的。这些有益的探讨,最终形成《国有股减持：渊源、历程与路径选择》



一书。该书对中国国有经济改革与证券市场协调发展以及证券市场自身的创新发展,尤其是以国有股减持为基础的并购市场(控制权市场)的发展,都具有较高的参考价值。故此,本人乐于为序,希望李新同志再接再厉,勇于探索,努力做到理论与实际相结合、全球视野与本土操作相结合,在理论研究和实际工作的道路上不断取得新的进步。

文 魁

2007年5月8日

目 录

引言.....	1
第一章 中国国有股的基本分析.....	4
第一节 国有股的历史沿革.....	4
第二节 与国有股相关的主要政策和法律.....	7
第三节 全国国有股的基本情况	12
第四节 深圳证券交易所国有股问题的特征	18
第二章 中国国有股减持的历程	25
第一节 国有股定向配售减持的试点	25
第二节 国有股回购	28
第三节 国有股存量减持	31
第四节 国有股减持方案的公开征集及其反思	47
第五节 国有股减持的其他方式	50
第三章 中国国有股减持的最新进展	54
第一节 股权分置改革中的国有股减持	54
第二节 股权分置改革中的对价及其形式	57
第三节 股权分置改革中对价问题的理论思考	90
第四章 海外国有股减持的历程.....	108
第一节 海外国有股减持的历史及其影响.....	108

第二节	海外国有股减持的模式和定价机制·····	117
第三节	海外国有股减持过程中重要事项的安排·····	125
第五章	国有股减持的经验与启示·····	130
第一节	市场选择和公共选择的“双重”特性·····	130
第二节	流通股股东和国有股股东利益的保障·····	133
第三节	选择适当的国有股减持模式·····	139
第四节	制订合理的国有股减持计划·····	141
第六章	中国国有股减持模式的比较·····	143
第一节	公开市场模式·····	144
第二节	私下市场模式·····	153
第七章	中国国有股减持方案的比较·····	163
第一节	公开市场型方案·····	164
第二节	私下市场型方案·····	174
第三节	混合型方案·····	181
第四节	基本结论·····	187
第八章	国有股减持模式选择的因素分析·····	189
第一节	政治法律因素·····	190
第二节	宏观经济因素·····	192
第三节	中观经济因素·····	193
第四节	微观经济因素·····	194
第五节	中国国有股减持模式选择的策略分析·····	196
第九章	中国国有股减持模式的选择·····	203
第一节	国有股股东的减持计划及义务·····	203

第二节 引入合格的投资者	213
第三节 确定合理的价格机制	241
结束语	253
参考文献	255
后 记	261

引 言

国有经济是资源配置的重要手段,其功能主要体现在:弥补市场缺陷,提供基础服务;维护国家安全,提供社会福利;实施经济调控,促进经济发展;引导产业发展,提高国家竞争力等几个方面,并已形成基础设施、基础产业、支柱产业和新兴产业等四大主导序列。

同其他事物一样,国有经济也是不断发展变化的。第二次世界大战以后,欧洲、亚洲、拉美、非洲等的主要国家和地区纷纷着力建立国有企业,广泛推行国有化政策,国有经济出现了一个发展高潮,国有化的浪潮持续了将近40年。然而,到了20世纪80年代,私有化和民营化政策开始得到逐步推行并形成广泛的社会潮流,国有经济则不断退出国民经济的诸多领域。本轮私有化和民营化发源于英国,并取得了良好的效果,进而为大多数国家所效仿。由此,在全球范围内形成了一股私有化和民营化的浪潮。

影响国有经济发展变化的因素是多种多样的:客观因素诸如科技的进步、制度的变迁及民营经济的发展等决定了国有经济发展的方向和规模,而主观因素则是政治倾向和理论思潮。目前,生产和市场(消费)存在矛盾,突出表现为“供给大于需求”,这就要求作为经济运行主体的企业着重提高竞争力;公平和效率存在矛盾,突出表现为“经济运行效率低下”,这就要求重视效率的提高和竞争机会的平等;政府和市场存在矛盾,政府作为“看得见的手”,其调控领域过大,这就要求重视市场这只“看不见的手”,使其发挥更大作用。因此,从全球经济和现实条件分析,未来相当长

的时间里,私有化和民营化的发展趋势是不可避免的。但是,我们应该清醒地认识到国有经济与私有经济一样,都是资源配置的重要手段,二者各有特点,各有优势。国有化也好,私有化也好,都只是资源配置主导模式的交替演变,是经济与社会发展内在规律的具体反映,那种把私有化当做经济政策绝对基础的观点具有很大的片面性。

在现代市场经济条件下,企业包括国有企业都越来越广泛地采取股份制形式。由于证券市场的发展,对企业股份的交易和投资已经相当方便,企业包括国有企业的产权越来越社会化。所以,国有经济的私有化和民营化往往采取股份买卖的方式,即将国有企业的股份转让给民营投资者。于是,国有股减持就成为国有经济私有化和民营化的重要方式。20世纪80年代以来的私有化和民营化主要都采用了国有股减持方式,世界上最大的35宗私有化项目都采取了国有股减持发行方式,而且国有股减持所涉及的行业也很广,主要集中在电信、电力、银行、铁路和能源等行业,另外还包括航空、保险、钢铁、化工、医药、建筑、媒体及其他一般工业,等等。

中国经济自改革开放尤其是加入WTO以来,已经日益融入全球经济,其国有经济的发展变化也必然受到全球经济的影响。当前,中国国有经济包括国有上市公司国有股的规模过大、范围过宽,难以适应经济进一步开放和发展的要求,因而需要进行必要的调整,国有股减持就成为中国经济和证券市场发展的必然选择。另外,2005年4月启动并已经顺利实施的股权分置改革打破了流通股与非流通股的割裂局面,彻底改造了中国证券市场的结构,为国有股减持创造了良好条件,提供了最佳契机。

应当明确的是,国有股减持与股权分置改革是不同性质的问题,绝对不能混为一谈。股权分置改革的目标是改造证券市场结构,解决非流通股上市流通问题,而国有股减持的目标是提高资源

配置效率,解决企业产权与治理结构问题。在当前股权分置改革接近尾声之时,国有股减持尤其是上市公司的国有股减持问题已日显突出,不可能自然而然地解决,而需要系统的研究。本书就是在这样的背景下着手研究国有股减持问题,重点是上市公司国有股减持(以下简称“国有股减持”),着重归纳了海内外对于国有股减持的经验和教训,并进行了有针对性的实证分析,在这个基础上探讨中国国有股减持的路径。^①

^① 由于股权分置改革尚在进行中,本书的分析以股权分置改革前的数据为主,并以2003~2005年为重点。因为2003年12月至2006年6月几乎没有发行新股,包括国有股在内的股份数量变化不大,所以我们的分析仍具有可靠性。

第一章

中国国有股的基本分析

第一节 国有股的历史沿革

一、国有股的基本概念

国有股是国家股和国有法人股的统称。所谓国家股,是指有权代表国家投资的部门或机构以国有资产向公司投资形成的股份,包括以公司现有国有资产折算成的股份。国家股从资金来源上看,主要有3个方面:①现有国有企业整体改组为股份公司时所拥有的净资产;②现阶段有权代表国家投资的政府部门向新建股份公司的投资;③经授权代表国家投资的投资公司、资产经营公司、经济实体性总公司等机构向新建股份公司的投资。国有法人股是指具有法人资格的国有企业、事业及其他国有单位,以其依法占用的法人资产向独立于自己的股份公司出资或依法取得的股份。国有法人股的资金来源是企业的法人资产。

二、国有股的历史

国有股的形成是与中国的经济改革和证券市场的发展密切相

关的。1978 年以前,中国的所有制结构单一:以全民所有制为主、集体所有制为辅;投资主体单一:以国家为主,企业之间没有横向的结合。20 世纪 80 年代中期,中国经济改革的重心从农村转向城市,增强国企活力、推进市场经济发展成为城市经济体制改革的中心环节。在这个过渡及转型的过程中,企业之间开始逐步进行联合,其中就包括资产联合,投资主体开始多元化,股份制由此出现,同时也出现了不少问题和争议。

1987 年,中国共产党第十三次全国代表大会明确肯定公有制本身也可以存在多种形式,除了全民所有制、集体所有制以外,还应发展全民集体联合所有制和集体间联合所有制形式的公有制企业,并指出改革中出现的股份制企业是社会主义企业财产的一种组织方式,可以继续试行。此后,股份制试点企业数量迅速增长,还引入了海外资金,从而为股票市场的发展奠定了基础。

进入 20 世纪 90 年代后,上海及深圳证券交易所相继建立,中国股票市场开始迅速发展。然而,为了维护国有经济的主导地位,当时的管理者将上市公司的股份按照所有者的身份分为国有股(国家股和国有法人股)、法人股、公众股(公司职工股和社会公众股)以及外资股等,而且限制国有股、法人股及外资股的流通:国有股、法人股暂不流通,另开辟 B 股市场以分割内外资金。这种做法是市场经济与计划经济相互妥协的产物,是中国式渐进改革的必然结果。从历史发展的角度看,这是一种进步,但也给证券市场的发展埋下了隐患。

其中的问题主要表现为:①国有经济布局失衡,政府职能难以发挥。过多的国有股份投入到竞争性行业中,导致企业效率不高,国有经济布局失衡,政府的公共职能难以发挥,甚至连社会保障基金的运行都有困难。②国有股“一股独大”,上市公司“内部人控制”问题严重。③证券市场投机盛行,系统风险加大,市场基本功能难以发挥。国有股暂不流通但数量大、流通股数量少且比例小

以及上市公司一股独大而治理结构差等问题,导致市场上投机盛行、炒作成风,证券市场配置资源、改善公司治理结构、资产定价等功能难以发挥。

三、国有股减持

1999年9月,中国共产党十五届四中全会文件《关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》指出:“从战略上调整国有经济布局 and 改组国有企业”,“要坚持有进有退,有所为有所不为”的总体原则,提出要“选择一些信誉好、发展潜力大的国有控股上市公司,在不影响国家控股的前提下,适当减持部分国有股,所得资金由国家用于国有企业的改革和发展”。

由此,有关方面开始着手解决证券市场上的国有股问题,并进行了国有股减持、流通的探索,这包括股权协议转让、国有股定向配售、股权回购以及国有股存量发行等。2001年6月12日,国务院公布了《减持国有股筹集社会保障基金管理暂行办法》,正式启动了国有股减持计划。虽然这些减持都遇到了较大的困难,并引发了市场价格的较大波动,但是这些有益的探索为之后的“国有股减持”积累了经验。

四、股权分置改革

2005年4月29日,经过国务院批准,中国证券监督管理委员会(简称“中国证监会”)发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,宣布启动股权分置改革试点工作。5月9日,首批股权分置改革试点公司——清华同方、三一重工、紫江企业、金牛能源等四家主板上市公司公布了非流通股股东实施股权分置改革的意向,同意向流通股股东支付一定股份或现金作为对价(其目的是弥补流通股股东的价格风险损失),以换取非流通股份

的流通。

2005年5月9日至13日,四家公司陆续出台具体预案:①三一重工非流通股股东拟向流通股股东支付每10股送3股派8元的对价补偿并获得股票上市流通权,5月25日又作出补充承诺:每10股增加0.5股,即流通股股东每持有10股流通股将获得3.5股股票和8元现金对价;②清华同方实施每10股转增10股方案,流通股股东实际获得每10股转增10股,非流通股股东向流通股股东支付转增股份以换取流通权;③紫江企业非流通股股东向流通股股东每10股支付3股,大股东承诺4年内出售股份不超过总股本的10%;④金牛能源非流通股股东向流通股股东每10股支付2.5股股票,承诺18个月禁售期(后延长至24个月),并设置最低出售价。

股权分置改革试点公司采取了向流通股股东免费送股的方式,来解决非流通股上市流通问题,在一定程度上弥补了非流通股上市给流通股股东所带来的价格风险,为进一步解决股权分置创造了条件,理清了思路。由于清华同方和金牛能源属于地方性国有企业,其非流通股的很大一部分是国有股,因此它们的“送股流通”方案是用一部分国有股为支付代价换取剩余国有股的“流通权”,实现了国有股减持和流通,实际上开辟了国有股减持流通的新途径。目前,股权分置改革已经基本完成,“送股流通”成为主流方案,得到广大投资者的认可,国有股减持的条件日益成熟。

第二节 与国有股相关的主要政策和法律

一、股份制企业试点办法

国有股的法律界定首次出现在1992年5月15日公布的《股份制企业试点办法》中,该办法是由原国家经济体制改革委员会

(简称“国家体改委”)、原国家计划委员会、财政部、中国人民银行及国务院生产办公室等几个部门联合公布的,其中第四部分“股份制企业的股权设置”明确了国家股、法人股、公有资产股等的含义。

第一,股权分设。根据投资主体的不同,股权设置共有4种形式:国家股、法人股、个人股和外资股。

第二,明确国家股的概念。“国家股”为有权代表国家投资的部门或机构以国有资产向公司投资形成的股份(含现有资产折成的国有股份)。

第三,明确法人股的概念。“法人股”为企业法人以其依法可支配的资产向公司投资形成的股份,或具有法人资格的事业单位和社会团体以国家允许用于经营的资产向公司投资形成的股份。

第四,明确个人股的概念。“个人股”为以个人合法财产向公司投资形成的股份。

第五,提出外资股的概念。经批准,由外国和我国香港、澳门、台湾地区投资者向公司投资形成的股份,称为“外资股。”

第六,划分公有及非公有资产股。根据资产的性质,国有资产投资形成的股份和集体所有资产投资形成的股份可统称为公有资产股。其余的股份为非公有资产股。

二、股份有限公司规范意见

1992年5月15日,原国家体改委发布的《股份有限公司规范意见》中,第三章“股份”第二十四条再次确认了《股份制企业试点办法》有关股权设置的基本内容,明确了国务院在国家股权管理中的核心地位。

第一,按投资主体分别设立不同股份。公司的股份按投资主体分为国家股、法人股、个人股和外资股。

第二,国家股权管理以国务院为核心。国家股为有权代表国