

NEW 中国股市新趋势丛书
ZHONGGUO GUSHI XINQUSHI CONGSHU

●疏通股市血脉

国有股减持

SHUTONG GUSHI XUEMAI GUOYOUGU JIANCHI
JIQI SHICHANG
YINGXIANG

深圳证券信息有限公司 编著

及其 市场影响

广西人民出版社

中国股市新趋势丛书

总序

在跨入新千年之际，中国证券市场也迎来了第二个十年。十年，在历史的长河中只不过是一个瞬间，但是刚刚过去的这个瞬间，对于改革与发展中的中国来说是极不寻常的，因为在这个瞬间，中国证券市场一举跨越了西方发达国家上百年的路程，步入了市场化、规范化、电子化、虚拟化的现代证券市场行列，并初具规模。截至2001年3月31日，深沪两市共有上市公司1200家，其中B股上市公司112家，市价总值50908.44亿元，流通市值17510.44亿元，证券投资基金36只，总规模为561亿元，所有证券都实现了电子化交易与结算，一个多层次的证券市场体系和全国集中统一的交易结算系统正在形成。伴随着经济全球化和新一代网络信息技术革命的逐步深入，中国证券市场在下一个十年必将迎来一个更高、更快的发展阶段，中国股市必然出现一些崭新的趋势。在这新旧历史交替和经济技术发生革命性变化的重要时刻，我们有必要审时度势，分析中国证券市场的新特点，判断中国股市的新趋势。

首先，中国证券市场的发展得到了中央政府前所未有的重视，国家对证券市场在国民经济中的地位和作用的认识达到了前所未有的高度。1999年8月，江泽民总书记为《证券知识读本》题词，指出“搞证券是现代经济中一门复杂的学问”，“务必勤学

之、慎思之、明察之”，号召人们“不断提高驾驭和正确运用证券手段的本领”。2001年的“两会”，对于中国证券市场发展问题的讨论达到了白热化，“规范和发展证券市场”在政府的正式文件中有了很大的分量。

其次，随着国家对证券市场发展的重视程度的提高，一系列新政策、新措施不断出现。继允许三类企业入市、保险基金有比例地间接入市以及银行资金通过证券公司抵押贷款等形式间接进入证券市场等政策措施之后，又提出了以超常规的方式和速度培育机构投资者的思路，发展包括证券投资基金、保险基金和养老基金在内的各类机构投资者，改善投资者结构，同时要有限度地允许外国投资者逐步进入我国证券市场，如成立中外合作投资基金、中外合资券商等。新政策已是大门洞开，表现出政府在短期内全力发展证券市场的超常决心和魄力。

再次，随着中国全面加入WTO日子的临近和金融全球化趋势的增强，中国证券市场不可避免地要走与国际接轨的市场化、规范化、专业化、国际化发展道路。最近连续出台的一系列政策法规，使我们感受到这个趋势正越来越明显。首先是2001年2月19日中国证监会发出通知，经国务院批准允许境内居民以合法持有的外汇开立B股账户、交易股票，这意味着我国证券市场对外开放的格局在今后将进一步加强。接着中国证监会于2月22日签署、2月24日发布了《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》，正式启动了酝酿已久的股市退出制度，其将为“新陈代谢”长期失调的中国证券市场疏通经络，使那些连续三年亏损而又不能在限期内实现盈利的公司依法终止上市，从而为优化上市公司的质量、巩固证券市场的基石、净化市场的投资环境提供了法规基础。3月份，中国证监会又启动了股票发行的核准制，3月17日签署了《证券公司从事股票发行主承销业务有关问题的指导意见》。发行方式的变革与体制的创新使我国证券

市场向市场化、国际化方向迈进了一大步。与此同时，中国证监会还接连发布了一系列关于上市公司信息披露的文件，力争在两年左右的时间内，建立起一套公开透明、纲目兼备、层次分明、易于操作、公平执行的信息披露规范体系，这标志着目前中国证券市场监管思路已经从控制风险转向揭示风险。在过去传统控制风险的证券监管思路下，人们关注的主要是上市公司业绩的好坏，而忽视了对上市公司信息披露的管理，以致出现了上市公司基本面出现重大恶化而投资者一无所知的现象。而在揭示风险的证券监管思路下，证券监管部门关注更多的是上市公司的信息披露，在信息披露上，对所有上市公司一视同仁，要求信息披露充分、及时、客观。

随着这些政策法规的逐步落实以及根据国际化发展的客观要求，中国必须建立一个多层次与不断创新的证券市场体系。创业板市场的推出已是万事俱备，只欠东风。退出机制的建立与维护，客观上也需要有一个包括柜台交易、场外交易等在内的多层次的股权交易市场。在多层次市场建设的同时，市场的金融创新亦是必然。开放式基金已经露出水面，股指期货正在积极酝酿，期权交易也有讨论，网上交易已是大势所趋，金融企业上市的步子将会迈大，证券公司的上市将变成现实，混业经营的趋势也已显现……这一切都体现了中国证券市场适应新形势超常规发展的历史趋势。

此外，网络信息技术革命对证券市场金融创新的推动和影响也不容忽视。当今世界上没有哪一个产业能像现代金融创新对现代信息技术革命的要求那样迫切、对其革命成果的应用那样迅速，可以说现代金融创新与现代信息技术革命是密不可分的一个统一体。互联网技术的发展和运用，使金融证券业率先成功地走上了全面“电子商务”的发展轨道，现在的金融证券服务无一不与IT、“e化”有联系。正在进行的第三代网络技术革命和第三

代互联网络体系的构建，将会再次给金融证券行业带来一次大的洗礼与冲击。原有的网络规则将被彻底打破，一种基于无缝连接的人性化、个性化和智能化的网络软件体系将会彻底改变当前的金融证券电子商务模式。届时，真正的“地球村”、“地球脑”将要变成现实，经济金融的国际化已经没有任何技术障碍，地球上的每一个居民都可以成为国际上任何一个证券市场的股民并可以同时从所有相关网站中得到并能进行智能加工的任何证券信息，获得全方位的优质咨询服务。

历史的步伐越跨越大，技术的进步越来越迅猛，社会经济的发展越来越迅速，证券市场的环境变化也越来越快，人们对于证券市场的把握也越来越难。如何理清当前证券市场的发展脉络，正确掌握未来市场的发展趋势，辨清证券市场的发展方向，以做到心中有数、正确决策，成了当前广大投、融资者所关心的大问题。深圳证券交易所证券信息公司所推出的这套中国股市新趋势丛书，就是为了满足社会对了解中国股市新趋势的渴望而专门编纂的。相信这套丛书将会使您对中国股市的新趋势有个较深入的了解，希望它能对您有所帮助。

中国股市新趋势丛书编写组

2001年4月

前言

股权结构复杂、流通性差是我国股市的一大特点。上市公司股权构成中既有国家股、法人股，又有公众股、外资股，细分之下还有国有法人股、社会法人股、外资法人股、内部职工股、转配股等等，其中以国有股为绝对多数的非流通股占了很大比例，约占总股本的 2/3。在特定的经济体制改革环境中形成的非流通股问题，是我国证券市场上最大的历史遗留问题，它一直像一把悬挂在我国证券市场上的“达摩克利斯之剑”，严重影响了我国证券市场的发展。寻找一条既不影响证券市场健康发展，又能有效解决非流通股问题的途径，是当前我国证券市场面临的最为紧迫的任务之一。这就产生了我国证券市场上的“国有股减持”问题。

国有股减持长期以来被市场视为重大利空，一有风吹草动，大盘便大幅下跌。因为投资者普遍关心的是市场供求关系的失衡将会对市场形成的强大冲击，假如未来二级市场中高于流通股两倍之巨的国有股和法人股能够流通，对于二级市场的压力是显而易见的。因此，中央政府和市場管理层对国有股的减持问题一直持谨慎态度，广泛征求国内外专家及市场各方意见，不断进行国有股减持试点。自 1994 年 4 月 28 日，棱光实业部分国有股权的转让，到 1999 年云天化国有法人股回购提案的获准实施；从云天化回购案例，到中国嘉陵和黔轮胎的国有股配售试点；再到 2001 年 2 月在香港上市的中国航信 H 股成功地进行国有股增量减持，已经积累了不少成功与失败的经验。在政策上也走过了十

五届四中全会《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》提出的“要坚持有进有退，有所为有所不为”的国企改革原则和“在不影响国家控股的前提下，适当减持部分国有股”；到1999年“国有股配售试点方案”的推出；再到2001年6月12日，《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》的发布，国有股减持的政策方向已经基本明确。减持国有股《暂行办法》发布后，截至2001年7月8日，已经有江苏索普、韶钢松山、天大天财等十余家上市公司发布了计划减持国有股的公告，新一轮国有股减持的序幕已经拉开。

国有股减持作为中国证券市场的一件大事，牵动着中国股市6000万股民或投资者的心，涉及证券市场参与各方的实实在在的利益的，想必广大股民和市场参与各方都在极度关心着中国证券市场的国有股减持动向。为了能使大家对中国的国有股减持及其市场反应有个全面的了解，我们深圳证券信息有限公司主持编著了这本《疏通股市血脉——国有股减持及其市场影响》，希望对大家有所帮助。

书中参考和引用了大量的相关文献，在此，对这些文献的作者表示诚挚的感谢。书中缺点和错误在所难免，敬请广大读者批评指正！

深圳证券信息有限公司简介

深圳证券信息有限公司是深圳证券交易所的附属公司,公司拥有的“巨潮资讯网(<http://www.cninfo.com.cn>)”是中国证监会指定的上市公司信息披露网站,创建于1994年,是国内最早的证券信息专业网站。公司以网络信息技术革命的最新成果为依托,向社会提供及时、权威、全面、准确的上市公司信息披露服务和便捷友好的个性化、智能化证券信息服务。

公司拥有的中国路演网(<http://www.ecnrs.com>)设备先进,功能强大,可以提供包括公司股票发行路演、业绩路演、创业路演、网上会议、网上教学等多种交互式网上路演服务。

公司根据市场需求提供如下专业服务:1.代表深交所向海内外客户提供及时、准确、可靠的实时行情信息源。2.充分利用深交所信息资源优势,建设综合数据仓库,开发数据库查询软件,形成适应市场需求的信息产品。3.以电子杂志和邮件列表等多种形式向广大客户提供个性化、专门化、智能化的证券咨询和各类定向服务。

公司地址: 深圳市红荔西路上步工业区10栋六楼

公司电话: 0755-3254283 3202239

传 真: 0755-3202232 3234644

E-mail: webmaster@cninfo.com.cn

目 录

第一章 中国上市公司独特的股权结构	(1)
一、中国上市公司的股权构成	(1)
(一) 国家股	(2)
(二) 法人股	(3)
(三) 公众股	(3)
(四) 外资股	(4)
二、与上市公司股权结构形成、发展相关的政策法规	(5)
(一) 有关股份制企业和股票市场的政策法规对国家股和法人股的规定	(5)
(二) 有关国有股权管理的政策法规对国家股和法人股的规定	(7)
三、我国上市公司股权结构的特点和变化趋势	(9)
(一) 结构复杂, 流通性差	(9)
(二) 国有股比例占绝对优势, 但呈下降趋势	(10)
(三) 法人股比例总体略有下降	(11)
(四) 流通股比例略有增加	(12)
第二章 国有股减持的现实意义与减持原则	(15)
一、国有股减持的现实意义	(15)
(一) 国有股减持有利于改善和优化上市公司的股权结构	(15)
(二) 国有股减持有利于规范和完善上市公司的法	

目	人治理结构·····	(16)
录	(三) 国有股减持有利于从战略上调整国有经济布局·····	(16)
	(四) 国有股减持有利于建立健全社会保障体系·····	(17)
	(五) 国有股减持有利于证券市场的稳定发展·····	(18)
	二、国有股减持原则·····	(18)
	(一) 维护国家利益的原则·····	(18)
	(二) 维护市场平稳发展的原则·····	(19)
	(三) 市场决定原则·····	(20)
	(四) 有利于公司治理及其合规运作的原则·····	(20)
	(五) 有利于社会保障制度改革的原则·····	(21)
	(六) 区别对待与多管齐下原则·····	(21)
	(七) “公开、公平、公正”的“三公”原则·····	(22)
	(八) 与促进产业结构升级调整政策相结合的原则·····	(22)
	第三章 国有股减持方式·····	(24)
	一、存量发行方式·····	(24)
	二、配售方式·····	(27)
	三、回购国有股方式·····	(29)
	四、协议转让方式·····	(31)
	五、其他减持方式·····	(33)
	(一) 大型国有投资公司买进国有股方式·····	(33)
	(二) 将国有股转让给社会保障基金持有方式·····	(34)
	(三) 将国有股转让给新设立基金持有方式·····	(34)
	(四) 缩股流通方式·····	(34)
	(五) 股权转让债权方式·····	(35)
	(六) 发行可交换债券模式方式·····	(35)

(七) 国有股权的相对退出方式·····	(36)
(八) 将部分国有股转换成优先股·····	(36)
(九) 分类标购国有股·····	(36)
(十) 通过设立国有股投资基金解决国有股流通 问题·····	(36)
(十一) 参照国外企业给职工发期股的做法卖给 职工·····	(37)
(十二) 进行国有股股权与资产的互换·····	(37)
(十三) 拍卖·····	(37)
(十四) 效法盈富, 成立证券市场平准基金 ·····	(38)
(十五) 采用认股权证·····	(38)
(十六) 缩股后向战略投资基金出售·····	(38)
第四章 国有股减持的定价问题 ·····	(40)
一、国有股减持的定价原则 ·····	(40)
二、部分国有股减持定价方法介绍 ·····	(42)
(一) 基于自由现金流折现的价值评估定价法·····	(42)
(二) 基于公平量化的每股净资产定价方案·····	(48)
三、国有股减持的市场定价方式 ·····	(53)
(一) 国有股减持的市场定价原则·····	(53)
(二) 国有股配售的市场定价方式·····	(54)
(三) 国有股定向回购的市场定价方式·····	(60)
(四) 国有股存量发行的市场定价方式 ·····	(63)
(五) 其他形式国有股减持的市场定价方式·····	(65)
第五章 国有股减持案例实证分析 ·····	(68)
一、国内市场国有股减持案例 ·····	(68)
(一) 中国嘉陵和黔轮胎的国有股减持试点·····	(68)
(二) 云天化国有股回购·····	(71)
(三) 武汉石油国有股置换职工股·····	(73)

目 录	(四) 内江峨柴协议转让国有股	(73)
	(五) 宁夏恒力公开征集股权受让人和股权委托管 理人	(76)
	二、香港市场国有股减持案例	(77)
	(一) 中国航信 H 股发行中的国有股减持	(77)
	(二) 借鉴盈富基金经验平稳减持国有股	(82)
	三、国际上的国有股减持案例	(90)
	(一) 国营韩国电信公司的国有股减持	(90)
	(二) 俄罗斯要卖掉十九家国有企业	(92)
	(三) 德国以私有化改革启动经济增长	(95)
	(四) 法国雷诺公司的私有化	(98)
	(五) 日本国有企业的民营化改革	(100)
	第六章 国有股减持对证券市场的影响	(103)
	一、不同减持方式对市场有不同的影响	(103)
	(一) 不同减持方式对上市公司内部诸要素的影响 不同	(103)
	(二) 不同的减持方式对市场的影响也不一样	(104)
	二、减持国有股《暂行办法》对市场影响有限	(107)
	三、辩证看待《暂行办法》的市场影响	(112)
	(一) 利好评判——有利于从根本上改善我国上市 公司的治理结构	(112)
	(二) 市场冲击——不会因国有股的减持因素而改 变市场供给	(113)
	(三) 利空评判——有可能出现的现象	(114)
	四、存量发行的减持序幕已拉开	(115)
	五、减持背景下的市场机会	(116)
	第七章 减持国有股《暂行办法》解读	(119)
	一、专家评论	(119)

(一) 减持国有股《暂行办法》符合客观规律	(119)
(二) 某些方面尚需斟酌	(120)
(三) 是一个比较稳妥的方案,但也有不足	(120)
(四) 措施要配套,标本要兼治	(121)
二、业内人士解读《暂行办法》	(122)
(一) 金融研究人员的理解	(122)
(二) 市场人士的理解	(126)
附件 1:《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》	(147)
附件 2: 国有股减持大事记	(150)
附件 3: 巨潮资讯网国有股减持数据统计系列	(153)
主要参考文献	(172)

第一章 中国上市公司独特的 股权结构

一、中国上市公司的股权构成

我国上市公司股权结构比较复杂。按投资主体的不同分为国家股、法人股（境内法人股、外资法人股和募集法人股）、公众股（公司职工股、社会公众股）和外资股。

我国股票结构的形成与我国经济结构和 20 世纪 80 年代以来的经济体制改革进程紧密相关。改革前，我国的所有制结构主要是以全民所有制为主、集体所有制为辅的单一的公有制形式，投资主体主要是国家，企业之间无横向结合。

20 世纪 80 年代中期，我国经济改革的重点开始从农村转向城市，增强企业活力成为城市经济体制改革的中心环节。在由计划经济转向市场经济的过程中，企业之间逐步推行资产联合，投资主体开始向多元化方向发展，于是股份制形式开始产生。1987 年，党的第十三次全国代表大会指明了我国企业制度的改革方向：公有制本身也有多种形式，除了全民所有制、集体所有制以外，还应发展全民集体所有制和集体所有联合建立的公有制企业，并明确改革中出现的股份制形式，包括控股和部门、地区、企业参股以及个人入股，是社会主义企业财产的一种组织方式，可以继续试行。此后，我国股份制试点企业迅速增长。同时我国企业在进行股份制改造中，除了吸收国内资金外，还进行了引入国外资金入股的试点。1992 年 1 月，上海真空电子器件股份有

限公司发行了1亿元人民币特种股票，标志着我国外资股票的出现。由此形成了特殊的股权结构。

（一）国家股

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。国家股是国有股权的一个组成部分（国有股的另一部分是国有法人股）。在我国国有资产管理部門是国有股权行政管理的专职机构。国有股股利收入由国有资产管理部門监督收缴，依法纳入国有资产经营预算并根据国家有关规定安排使用。国有股权可以转让，但转让应符合国家制定的有关规定。国有资产管理部門应考核、监督国有股持股单位正确行使权利和履行义务，以维护国有股的权益。

国家股从资金来源上看，主要有三个方面：一是现有国有企业整体改组为股份公司时所拥有的净资产；二是现阶段有权代表国家投资的政府部門向新组建的股份公司的投资；三是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组建股份公司的投资。如以国有资产管理局的有关规定办理资产评估、确认、验证等手续。

在我国企业股份制改造中，原来一些全民所有制企业改造为股份公司，从性质上讲，这些全民所有制的资产属于国家所有，因此在改组成股份公司时，就折合成国家股。国家股由国务院授权的部门或机构持有，或根据国务院决定，由地方人民政府授权的部门和机构持有，并委派股权代表。

由于我国大部分股份制企业都是由原国有大中型企业改制而来的，因此，国家股在公司股权中占有较大的比重。通过改制，多种经济成分可以并存于同一企业，国家则通过控股方式，用较少的资金控制更多的资源，巩固了公有制的主体地位。

（二）法人股

法人股是指企业法人或具有法人资格的事业单位和社会团体以其依法可经营的资产向股份有限公司非上市流通股部分投资所形成的股份。

法人持股所形成的也是一种所有权关系，是法人经营自身财产的一种投资行为。作为发起人的企业法人或具有法人资格的事业单位和社会团体，在股份认购时，可以用货币出资，也可以用其他形式资产，如实物、工业产权、非专利技术、土地使用权作价出资。但对其他形式资产必须进行评估，核实财产，不得高估或者低估作价。

根据法人股认购的对象，可将法人股进一步分为境内发起法人股、外资法人股和募集法人股三个部分。

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定程序取得的股份，则可称为国有法人股。国有法人股也属于国有股权。

（三）公众股

公众股也可以称为个人股，是指社会个人或股份公司内部职工以个人合法财产投入公司形成的股份。它有两种基本形式：公司职工股和社会公众股。

1. 公司职工股

公司职工股是指本公司职工在公司公开向社会发行股票时按发行价格所认购的股份。按照《股票发行与交易管理暂行条例》规定，公司职工股的股本数额不得超过拟向社会公众发行股本总额的10%。公司职工股在本公司股票上市6个月后，即可安排上市流通。

内部职工股和公司职工股是两个完全不同的概念。在我国进行股份制试点初期，出现了一批不向社会公开发行股票、只对法人和公司内部职工募集股份的股份有限公司，被称为定向募集公

司，内部职工作为投资者所持有的公司发行的股份被称为内部职工股。1993年，国务院正式发文明确规定停止内部职工股的审批和发行。

2. 社会公众股

社会公众股是指股份有限公司采用募集方式向社会公众（非公司内部职工）募集的股份。在社会募集方式情况下，股份公司发行的股份，除了由发起人认购一部分外，其余部分应该向社会公众公开发行。《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）规定，社会募集公司向社会公众发行的股份，不得少于公司股份总数的25%。公司股本总额超过人民币4亿元的，向社会公开发行的比例为15%以上。

（四）外资股

外资股是指股份公司向外国和我国香港、澳门、台湾地区投资者发行的股票。这是我国股份公司吸收外资的一种方式。外资股按上市地域可以分为境内上市外资股和境外上市外资股。

1. 境内上市外资股

境内上市外资股是指股份有限公司向境外投资者募集并在我国境内上市的股份，称为B股。B股的正式名称是人民币特种股票，其是以人民币标明面值，以外币认购和买卖，在境内（上海、深圳）证券交易所上市交易。

它的投资人限于：外国的自然人、法人和其他组织，我国香港、澳门、台湾地区的自然人、法人和其他组织，定居在国外的中国公民，中国证监会规定的其他投资人。以前B股的投资人，主要是上述几类中的机构投资者。长期以来B股市场流动性偏低、交易不活跃，不仅影响了市场的发展，而且B股公司也因此丧失了再融资的能力。2001年2月19日，中国证监会发布的境内居民可投资B股市场的决定，结束了B股市场长期低迷和交易不活跃的历史。