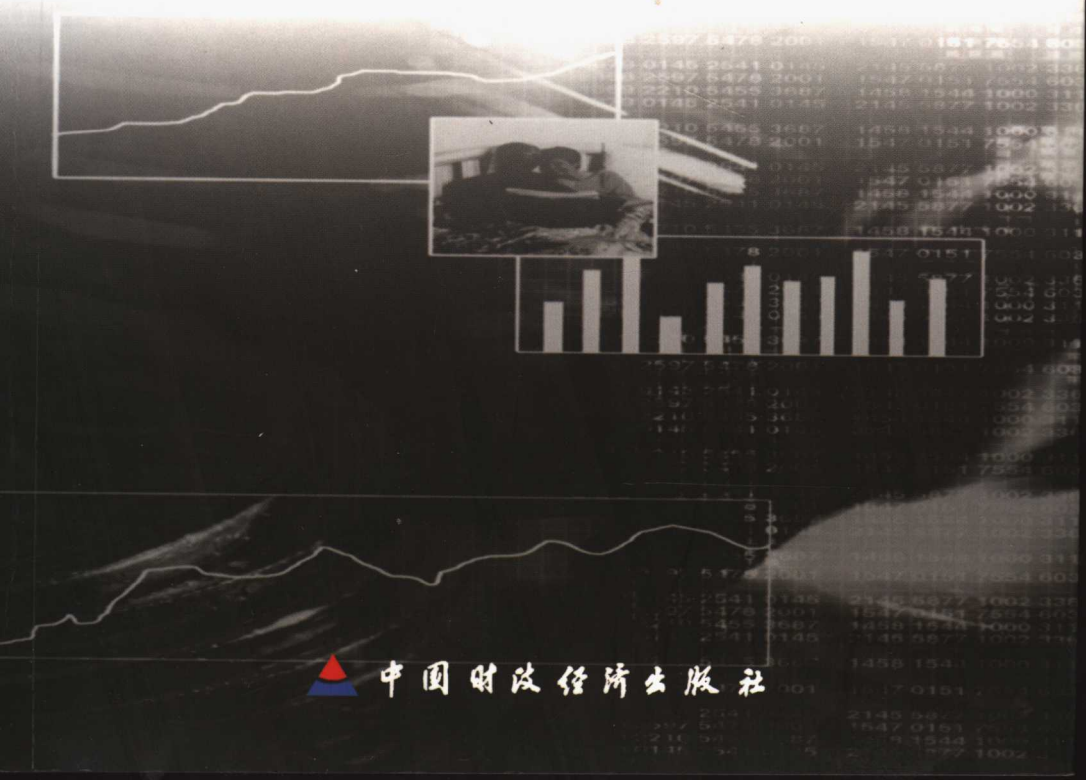


GUOYOUGUJIANCHI KUNJINGYUCHULU

国有股减持： 困境与出路

王洪春 阮宜胜 著

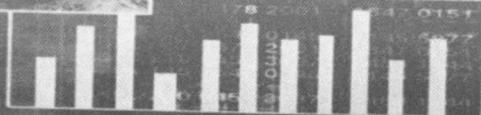


中国财经出版社

GUOYOUGUJIANCHI KUNJINGYUCHULU

国有股减持： 困境与出路

王洪春 阮宜胜 著



图书在版编目 (CIP) 数据

国有股减持：困境与出路/王洪春，阮宜胜著. —北京：中国财政经济出版社，2003.9

ISBN 7-5005-6780-4

I. 国… II. ①王…②阮… 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 (2003) 第 085408 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com.cn>

E-mail: cfeph@drc.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100036

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

北京人卫印刷厂印刷 各地新华书店经销

880×1230 毫米 32 开 11.5 印张 295 000 字

2003 年 9 月第 1 版 2003 年 9 月北京第 1 次印刷

印数：1—2 000 定价：26.00 元

ISBN 7-5005-6780-4/F·5917

(图书出现印装问题，本社负责调换)

国 有 股 减 持： 困 境 与 出 路

王洪春 阮宜胜 著

中国财政经济出版社

前 言

国有股减持就是减少上市公司持有的国有股份（含国有法人股）。

国有股减持的经济学意义：国企改革始终是我国微观经济层面改革的核心、前沿，而上市公司国有股减持又是上市的国企改革的核心、前沿。上市公司国有股转换的方向，对非上市公司国有股份和资产改革、管理等，都具有借鉴意义和导向作用。国有股减持的改革是我国国有经济微观领域改革中的最核心、最艰巨的“堡垒”。实现大部分国有股流通的意义：一方面是深化上市公司国有控股的机制改革，如国有股从竞争性领域退出；另一方面是完善证券市场的资源配置功能。

社会保障基金投资的意义：社会保障制度，被西方学者认为是人类社会在 20 世纪最伟大的一项制度创新，但是社会保障制度是需要筹措足够的基金来支持的。在当今世界上大多数国家，面临着资金不足的难题；同时，筹措起来的资金又面临着如何进行有效投资的尴尬局面。所以，衡量一个国家的社会保障制度是否健全的一个重要指标，是看它筹措起来的社会保障基金是否能够安全、有效地进行投资。

我国国有股减持的最初操作方案是把减持的国有股在股市上配售，配售所得到的款项，直接充实到社会保障基金账户中去。以后又改为发行新股时，减持 10%，直接充实到社会保障基金账户中去。由于操作不当，这两种做法都成为股市暴跌的原因之一。不

久，停止了从境内股票市场减持 10%，直接充实到社会保障基金账户中去的做法，但是在境外股票市场发行股票时，仍然实施从股票市场减持 10%，直接充实到社会保障基金账户中去的做法。

国有股到底怎样减持，以及社会保障基金如何筹措和在股票市场投资，一直是一个悬而未决的问题。从 2000 年以来，中国许多经济学学者、专家都参与了关于国有股减持的讨论，一些股民也发表了意见。

所以，任何一个关心中国国有经济改革的人，都在关心中国当前的国有股减持问题；任何一个关心社会保障基金筹措与投资的人，也都在关心减持与社会保障基金的关系。

目 录

第一章 国有股减持问题的起源	(1)
第一节 我国的股本结构.....	(1)
第二节 国有股不流通的弊端.....	(6)
第三节 减持或者全流通不能包治“百病”	(42)
第二章 国有股减持政策实施与取消的来龙去脉	(48)
第一节 国家的减持计划.....	(48)
第二节 配售试点.....	(50)
第三节 新发及增发“捆绑”减持.....	(55)
第四节 在二级市场减持对股市走势的影响.....	(95)
第五节 曲线减持.....	(103)
第三章 目前理论界的观点综述	(125)
第一节 “阶段性成果”的始末.....	(125)
第二节 减持的原则.....	(128)
第三节 各种减持方案.....	(136)
第四节 减持资金应当用到哪里去.....	(237)
第四章 国有股减持问题思考与对策	(243)
第一节 认识上的偏见仍然制约着减持的进程.....	(243)
第二节 政府不同部门的不同角色, 影响减持决策 的制定与实行.....	(251)
第三节 减持决策程序不科学、不规范.....	(253)
第四节 政府与学者之间存在明显差异.....	(265)

第五节	如何借鉴国外的国有股减持的经验·····	(268)
第六节	减持对策·····	(285)
第五章	社会保障基金筹资及投资对策·····	(299)
第一节	社会保障筹资概述·····	(299)
第二节	减持国有股到底是否可以充实社会保障基金·····	(303)
第三节	社会保障基金购买国债问题探讨·····	(309)
第四节	正确处理社会保障基金与证券市场的关系·····	(320)
第五节	社保基金的投资管理·····	(342)
附录一：	国有股减持大事记·····	(347)
附录二：	社会保障基金筹资与投资大事记·····	(351)
主要参考文献	·····	(353)

第一章 国有股减持问题的起源

所谓国有股减持，是指国家作为国有资产的卖方，向其他社会各方（包括目前市场中社会流通股股东，各种机构投资者等）出售国有股，从而减少国家在上市公司中持有的国家股。或者说，减少上市公司持有的国家股和国有法人股，向社会公众及证券投资基金等公共投资者（包括拟上市公司，下同）转让上市公司国有股和国有法人股。

第一节 我国的股本结构

中国股票市场与其他国家相比有许多特点，其中最大的特点是大约有 2/3 的股票不能流通。在这些不流通的股票当中，绝大部分是国有股，其次是法人股，还有小部分是暂时不流通的股票。

根据 1992 年 7 月 27 日国有资产管理局和国家经济体制改革委员会发布的《股份制试点企业国有资产管理暂行规定》，国有股包括国家股和国有法人股，具体划分为：

国有股。国有股是指国家或者代表国家的机构或企、事业单位持有的部分股权，包括国家股和国有法人股在内。

国家股包括：（1）现有全民所有制企业整体改组为股份制试点企业时，其净资产折成的股份；（2）现阶段有权代表国家投资的政府部门向新设股份制试点企业投资形成的股份；（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设股份制试点企业投资形成的股份。

随着产权关系逐步理顺，今后国家股主要是由国有资产管理部門通过其授权机构将国有资产投入股份制试点企业而形成的股份。

目前，我国国家持股一般有三种方式：财政局持有、委托某企业集团持有、组建国有资产经营公司。目前大部分是通过后两种形式存在。

法人股。法人股是指企业法人以其依法可支配的资产投入公司形成的股份，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。法人股的广义概念包括国家股，狭义概念仅指国家股以外的法人持股，其中包括国有法人股。法人股是非流通股，不包括法人持有的 A 股或 B 股流通股；法人股是非流通的 A 股，其持有者包括境外投资者。

目前，法人股与流通股的根本区别在于是否具有流通性。法人股从产生起就是暂不流通，它属中国股市的若干遗留的问题之一。现在管理层开始解决遗留问题，随着转配股、B 股等问题的解决，法人股流通政策即将出台。

国有法人股：国有法人股是指全民所有制企业（不含经授权代表国家投资的企业性质的机构）用其可自主支配的资产向独立于自己的股份制试点企业投资形成的股份。

正因为存在国有法人股，所以华夏证券副总裁林义相认为，国有股减持这个词并不确切，应该用公有股这个词，因为国有股或公有股里，只有一部分股份是直接属国家所有的国家股，另外一部分公有股实际上是国有法人股，从严格意义上来说，这部分并不完全是国有股。所以，宽泛一点称为公有股要好一点。

定向募集法人股。定向募集法人股是指股份公司不向社会公开发行，只对相关法人募集的股份。

社会募集法人股。上市公司除了公开向社会发行股票外，还可以向社会各种机构募集法人股，同股同价。一些企事业单位和社会团体用现金购买而获得的股份，一般称为社会募集法人股。

从 20 世纪 80 年代初开始，北京、上海、四川、深圳等地少数企业先后进行了股份制的试点。根据当时的政策，国家投资及其滚存利润折成股本变成了国家股，企业留利等形成的资产变成了企业股，后来，企业股取消，全部转成了国家股或通过有偿转让变成了法人股。在企业进行股份制改制的过程中，一些作为股份公司发起人的企业认股成了发起人法人股，发起人如果是国有企业，即定性为国有法人股。

由于早期的股份制企业股权结构单一，为了调整这种结构并募集更多的资金，许多原来只有国家股和个人股的试点企业，经批准开始向境内一般法人单位定向或公开发行股票，这就是现在一般意义的募集法人股（包括“定向法人股”和“社会法人股”两类），其中，社会法人股多以溢价方式发行，譬如在 1992、1993 年“认购证”时代，上海公开发行的一批法人股。个别股份制企业也通过向境内法人溢价转让部分国家股、或向其他企业转让国家股配股权的方式，形成了一些法人股。

基于 80 年代末、90 年代初对经济体制改革的认识能力，在坚持发展股票市场筹措资金的同时，政策上针对国家、企业、集体、个人持股比例及流通性问题做了许多规定。例如，为了防止国有资产的流失和维护控股权地位，政策规定，占了大头的国家股、法人股乃至它们的衍生部分（如送股、配股）不能上市流通。此时，STAQ 和 NET 法人股交易市场先后在北京开通，部分股份制企业通过该市场募集的法人股获准可以流通。但是不久，这两个市场基本已经停市。

这些各不相同的股票，最能够体现中国传统的计划经济时代的特征。对于这一点，国外早有评论：中国用最不是市场经济的办法

来处理最能代表市场经济的证券市场。这些股票都是上市以来一直不能流通的。随着我国加入 WTO 一年多来对 WTO 所做的承诺，以及证券市场国际化的发展，大多数不流通的股票还是要流通的。

流通股股东和非流通股股东由于持股成本和流通性不同，它们之间的利益并不是完全一致的，非流通股股东不能从二级市场直接受益。这样的公司治理结构加上流通股和非流通股之间的分离，很容易出现大股东通过关联交易等方法掏空上市公司，损害流通股股东的利益，这也是导致一些上市公司通过伪装或过度“包装”大肆圈钱的重要原因。国有股必须减持，目的是使真正关心自己权益的股东进入上市公司。

到 2003 年 1 月 31 日，未流通的国有股和法人股 38235663 万股，占有股票 59255154 万股的 64.53%。所有未流通股份 8711959 万股，占有股票 59255154 万股的 65.33%。

未流通的国有股占全部未流通股的比例：

$$27996659 \div 38711959 = 72.35\%$$

未流通的国有股占全部股份（流通股 + 未流通股）的比例：

$$27996659 \div 59255154 = 47.24\% \quad (\text{见表 1-1、表 1-2 和图 1-1})$$

表 1-1 上市公司股份结构变动情况汇总表（全国合计）

（统计期间 2003 年 6 月 30 日）

单位：万股

一、尚未流通股份	3950.27
发起人股	3628.47
其中：国家股	2883.73
境内法人股	683.65
境外法人股	58.93
其他	2.16
定向募集法人股	300.15
内部职工股	14.19
转配股	0.27
下柜公司未流通股	0.00

续表

基金配售股份	0.71
战略投资者配售股份	5.18
其他未流通股	1.29
二、已流通股份	2151.05
境内上市 A 股	1611.77
境内上市外资股	174.27
境外上市外资股	365.01
其他已流通股	0.00
股份总数	6110.27

资料来源: <http://www.csrc.gov.cn>。

表 1-2

总 股 本 构 成

单位: %

日 期	未流通国有股 占未流通股	未流通国有股 占总股本	未流通国有股相 当于已流通股份	未流通股 占总股本
1992.12.31	70.5	51.3	188.4	72.8
1993.12.31	68.0	49.1	176.3	72.2
1994.12.31	64.7	43.3	131.2	67.0
1995.12.31	60.4	39.1	111.1	64.8
1996.12.31	55.6	35.9	100.5	68.9
1997.12.31	48.2	31.5	91.1	68.3
1998.12.31	52.0	34.3	100.4	68.4
1999.12.31	55.6	36.1	103.3	65.0
2000.12.31	60.5	38.9	108.9	64.3
2001.12.31	70.8	39.2	133.0	65.3
2002.12.31	72.2	46.2	136.1	65.3
2003.6.30	73.0	47.2	133.5	64.6

资料来源: 1992、1993 年数据, 见中国证监会: 《中国证券统计年报 1995》, 北京: 中国法制出版社 1996 年 1 月第 111、141 页; 1994、1995 年数据, 见中国证监会: 《中国证券期货统计年鉴 1996》, 北京: 中国统计出版社 1996 年 11 月第 81、114 页; 1996 ~ 1998 年数据, 见上证综合研究 2000 年第 4 期; 1999 ~ 2003 年数据, 见 <http://www.csrc.gov.cn>。

注: 1992 年数据仅为沪市数据。

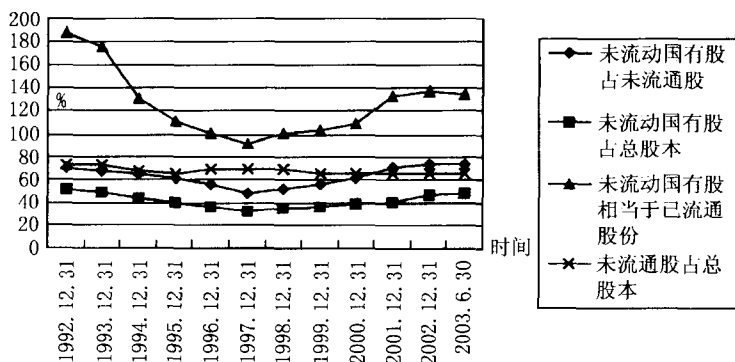


图 1-1 总股本构成 单位: %

而国有股不流通，是在开始发展股票市场、推进国有企业上市时，“左”的思想、传统的计划经济思想造成的。许多人一是担心国有股卖掉，就是国有资产流失；二是担心国有股都卖出后，国家无法控制国民经济命脉。实际上，这两种担心都是错误的。国有股卖出是国有资产的回收，并且由于国有资产在折股时，都是每股的面值高于其实际价值，所以，国有股卖出不仅没有流失，而且增值了。至于通过直接控制国有股来控制国民经济的想法，仍然是传统计划经济的观念，仍然是既想当运动场上的裁判员，又想当运动员的错误想法。国家控制国民经济应当是通过法律、财政税收、货币银行、利率、国债等手段来实现。

第二节 国有股不流通的弊端

国有股不流通，对于国家控制上市公司、控制某些行业和产业等，都确实起到了一定的作用，但是由此引起的弊端更多，并且问题越来越明显。

一、不符合国际证券市场的惯例

国有股不流通，不符合国际证券市场的惯例，难以与国际证券市场接轨；也有损于中国的国际经济地位和形象。

在世界各国股票市场中，还没有一个国家的不流通股占有所有股票的大多数的情况。

从 20 世纪 80 年代开始，我国政府已经在国外公开发行债权，我国的企业也已经在许多国家发行股票，公开上市，但是目前国外企业还没有在大陆直接发行股票和债权，我国政府只是在深沪两市设立了 B 股市场，供国外投资者购买，并且只能使用美元和港币购买。但是在境内上市的股票中，国有股仍然不得流通，外资在大陆企业中拥有的少量企业股票，暂时仍不能上市流通。这种状况显然是不正常的，需要逐步加以改正。

二、违反有关法律条款

事实上，中国股市的新股发行（initial public offering, IPO；首次公开招股）是同股不同价的！因为相对于一级市场的社会公众股东是以平均 6 元多的认股价购买的股票，非流通股股东的资产的认股价却只有 1 元左右，这一点完全违背《公司法》第 130 条关于股份的发行，实行公开、公平、公正的原则，必须同股同权，同股同利。同次发行的股票，每股的发行条件和价格应当相同。任何单位或者个人所认购的股份，每股应当支付相同价额的规定。

新股发行时两类股东认购股份支付了完全不同的价格，如此明显的违法行为却延续了这么多年，令人深思。所以对中国股市的 3800 亿股的非流通股来讲，如果不想得到“违法发行”的指控，必须要证明在发行新股（IPO）的时候，“非流通股”的实际价值是等同于“流通股”价值的。假如有人解释说：“流通股发行价高那是因为溢价”，但一定要清楚，国际流行的“溢价发行”本身就

是同价同股同权的，“溢价”是在全流通的基础上，确认发起人自己的资产折股价值就等同于社会公众股的发行价。换句话说，国际 IPO 溢价的价格确定原理在于，新股发行的 IPO 价格不但等同于承销商承销的股份，同时等同于发起人持有股份的价格，所以可以全流通，所以是“同次发行的股票，每股的发行条件和价格应当相同。”

但中国股市由于市场分裂，非流通股股东的低价折股的股票，是无法等同于流通股的。如果说社会流通股的“发行溢价”高是正常的，必须证明“非流通股”的价值要等同于社会流通股的发行价。非流通股的真实价值只有招股说明书上明确的刚刚评估过的净资产值。怎么能说昨天才经过资产评估每股 1 元多，今天发行新股就摇身一变变为 6 元、7 元一股了呢？所以，非流通股按此低价获得的如此多的股票都是违法获得的！

也有人不同意上述观点：上市公司在上市之前已经改造成股份公司的企业，发行新股就不存在同股不同价的问题。根据《公司法》的规定，如果想成立股份有限公司，并决定采用“发起设立”方式的，只需凑够 5 个或 5 个以上的发起人就可以了。于是，只要这些发起人“认购公司应发行的全部股份”，各股东出资在约定时间内全部到位并经验资后，该股份有限公司便宣告成立。待公司成立后运转经营达 1 年或 1 年以上，且其他条件如规模、盈利状况、内部治理结构等符合上市要求了，该公司即可向监管部门提出公开发行股票的申请，获准后完成发行。显然，采用“发起设立”方式的上市公司，其 IPO 前就已经是一个完整的股份有限公司，并且其开始设立时各股东已按某个约定的价格或投入现金或投入资产（包括无形资产）完成了出资。既然如此，首次公开发行前就以“发起设立”方式成为股份公司的，其设立时各股东认购股份时所依照的“约定价格”，与其 IPO 时的发行价格没有任何的必然联系。只要是采用了“发起设立”先行成为股份公司后再进行 IPO

的，其原股东的持股成本低于 IPO 的发行价无可非议。只有上市公司在上市之前没有改造成股份公司的企业，企业为了上市而在成立时，采取了“募集成立”的方式，这时发行新股才有了同股不同价的问题。证监会 1998 年“8.5 电话通知”落实之前存在这个同股不同价的问题，此后就不存在了。“8·5 通知”称：“凡 1998 年 8 月 5 日以前未报送正式申报材料的企业，一律先改制，注册成立股份有限公司或有限责任公司，然后方可提出发行股票的正式申请。”不言而喻，这个通知带有明显的过渡意义。首先，它的适用范围是“1998 年 8 月 5 日以前未报送正式申报材料的企业”，已报送的一律不究；其次，是“注册成立股份有限公司或有限责任公司”后方可提出发行申请。同时也说明在“8.5 通知”之前，确有相当的企业并非是以“股份”或“有限责任”公司的形式提出 IPO 申请。并且，非所有采用“募集设立”的公司都有“同股不同价”的现象，比如还有一类公司采用的是以“有限责任公司”形式整体上市进行 IPO 的，如中兴通讯等，就不能指责其“同股不同价”。

这样反驳也是有一定问题的：虽然一个企业成立为股份公司后，运作一段时间，再向社会公开发行的股票，不能与该企业成立之初的发起股相提并论，但是，由于国外企业公开发行股票时其所有的股票都是要流通的，从而其新发行的股票的价格就不可能与发起股价格相差太大。我国企业新发行股票时，原有的股票不流通，所以才造成新发行股票的价格过高，而现在又要按这些新股的市场价格来卖掉未流通的股票，这当然是不公平的。

实际上，我国上市公司首次发行股票都是一种增发，因为我们的上市公司不是把自己的资产折算成股票，然后再全部或者部分的向社会公众出售。即便是社会公众购买国家放弃的配股，即转配股，也是社会公众白白的掏钱送给上市公司，或者说也是公众买自己的股票。因为国家没有为这些配股支付任何费用或成本，国家仅仅是放弃了自己的配股的权利，出卖的也仅仅是自己的配股的权