

国有股减持透视

方军 编著

- ★追踪国有股减持背景
- ★解析国有股减持多种思路
- ★探寻国有股减持方案
- ★预测国有股减持趋向

 **机械工业出版社**
China Machine Press



国有股减持透视

 方 军 编著



机 械 工 业 出 版 社

本书对国有股减持这一热点问题进行了比较全面和深入的分析。讨论国有股的历史成因和市场地位,进而揭示国有股减持的政策取向和市场逻辑。从实证的角度,考察国有股减持的市场效应,分析政府、上市公司和投资者在减持问题上的各自利益和倾向。着重对现有各种减持方案进行介绍、比较和评价,在此基础上提出作者观点,并对国有股减持的实施进行了展望。

读者对象为国有股减持政策制定者、证券市场机构投资者和散户投资者、上市公司管理者、关心国有股减持的其他读者。

图书在版编目(CIP)数据

国有股减持透视/方军编著. —北京:机械工业出版社, 2002.6

ISBN 7-111-10297-5

I. 国... II. 方... 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(2002)第 031141 号

机械工业出版社(北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

责任编辑:刘秀云 版式设计:霍永明 责任校对:肖琳

封面设计:陈沛 责任印制:付方敏

北京铭成印刷有限公司印刷·新华书店北京发行所发行

2002 年 6 月第 1 版·第 1 次印刷

890mm×1240mm A5·6.125 印张·116 千字

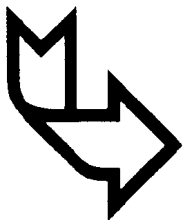
0 001—4 000 册

定价:18.00 元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社发行部调换

本社购书热线电话(010)68993821、68326677-2527

封面无防伪标均为盗版



前言

国有股减持之所以成为一个政策难点、争论热点和关注焦点，是因为它远非仅仅是一个操作层面的问题，而是具有深层涵义和复杂背景的高难课题。在多重矛盾交错、多种观点争鸣的现实背景下，以一个较为开阔的视角，对国有股减持进行全方位的透视，有助于我们深化对推进国有股减持工作的认识。

本书的目的并不在于提出新的具体的国有股减持方案，而是试图揭示国有股减持的政策背景，回顾国有股减持的实践道路，比较各种减持思路的长处和不足，梳理对国有股减持及其相关问题的思想认识。写这样一本书，想必还是有一定意义的。

从某种意义上说，国有股减持是一面镜子，它折射出许多耐人寻味的问题，能够给人以诸多启示。本书的第1章“关注国有股减持”，分析了国有股减持何以值得关注的几方面理由，指出由国有股减持引起的是是非非，从一个侧面揭示了攻坚阶段改革的艰难，显示出市场力量的日趋强大，表露出政策制定正在趋近公共选择，也体现出证券市场走向规范化和市场化的内在要求。

透视国有股减持，首先要认识“国有股”。第2章“中国证

券市场的国有股难题”着重讨论了国有股的历史成因和市场地位，以及国有股“一股独大”且不流通所引起的种种制度缺陷，进而分析了国有股减持的必要性和实践难度。

第3章“‘减持震荡’与‘减持博弈’”，追溯了国有股减持的政策和实践脉络，考察了1999年“中国嘉陵”和“黔轮胎”国家股配售、2001年《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》实施，以及减持方案讨论所引起的市场反应，描绘了不同市场主体围绕国有股减持问题展开的市场博弈过程。

第4章“国有股减持流通的多种思路”，对中国证监会规划委组织有关力量总结归纳的七大类方案（即配售方案、基金方案、预设未来流通权方案、权证方案、股权调整方案、开辟第二市场方案和其他类方案）的内容进行了介绍，并对各类方案的优缺点进行了分析。

第5章“阶段性成果及其评析”，对作为国有股减持方案讨论阶段性成果的“折让配售方案”进行了分析。该方案在一定程度上吸收了原有方案实践失败的教训，吸收了各类方案思路中的有益成分，正视了一些不能回避的问题，体现了社会各界对国有股减持问题达成的初步共识；同时指出，由于它仅仅是一个框架性方案，必然存在多方面的不足和局限。

第6章“走出认识误区”，力求澄清对国有股减持几个关键性问题的思想认识。本书指出，不能将国有股减持简单地等同于为社会保障筹资；国有股减持成功的关键是健全定价基础；政府让利并不是国有股减持顺利推进的必要条件，重要的是要建立公平的交易规则；为国有股减持制造牛市的观点非但不利于市场的发展，反而会将投资者引入“牛市陷阱”。

第7章“国有股减持前瞻”，提出国有股减持应遵循利益均衡、公开透明、通盘筹划、市场稳定的基本原则；实现国有股平稳减持需要智慧、时间、时机、资金、信心五大要素；国有股减持应以股票全流通为方向，向原流通股股东倾斜，以健全的法规体系为保障，采取多种减持方式；同时通过健全上市公司治理、加强证券市场监管、推进市场创新步伐，为国有股减持营造良好的市场环境。

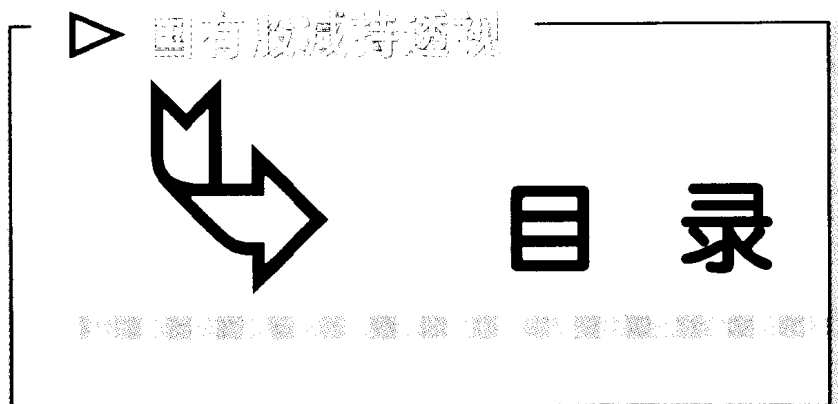
本书的顺利出版得益于机械工业出版社的大力支持，以及责任编辑刘秀云女士认真而富有效率的工作；王新博士和王磊女士在本书的策划和写作过程中给予了作者很大的鼓励和帮助。由于时间及作者水平所限，书中不免存在诸多缺陷和错误，书中的一些看法也仅代表作者本人的意见，对此作者愿自负文责。

作者

2002年5月



方军 男，1968 年 4 月出生，北京人，1991 年毕业于中国人民大学，1993 年考入中国社会科学院研究生院，先后获法学硕士和管理学博士学位，曾在中央金融工委研究室工作。主要从事金融和宏观经济等领域研究，已出版个人专著《结构转变与城市化》，译著《投资的艺术》，与人合著五部著作，发表论文 40 余篇。



前 言

第 1 章

关注国有股减持

从国有股减持看攻坚改革	2
从国有股减持看市场力量	4
从国有股减持看政策制定	6
从国有股减持看中国证券市场发展前景	7

第 2 章

中国证券市场的国有股难题

证券市场与国有企业改革	10
国有股“一股独大”与证券市场功能缺失	15
减持之利与减持之虑	37

第 3 章**“减持震荡”与“减持博弈”**

国有股减持的直接动因：为社会保障筹资	46
国有股减持的实践及其市场反应	49
国有股减持：一个弱市中的大题材	65
围绕国有股减持展开的市场博弈	70

第 4 章**国有股减持流通的多种思路**

配售方案思路介析	76
基金方案思路介析	81
预设未来流通权方案思路介析	88
权证方案思路介析	91
股权调整方案思路介析	98
开辟第二市场方案思路介析	102
其他方案思路介析	104

第 5 章**阶段性成果及其评析**

折让配售方案的主要内容	114
折让配售方案的成果	119
阶段性成果的局限	123

第 6 章

走出认识误区

国有股减持等于为社会保障筹资吗	128
关键是确定定价标准, 还是健全定价基础	132
政府要让利吗	139
要为国有股减持制造牛市吗	142

第 7 章

国有股减持前瞻

国有股减持应遵循的基本原则	148
国有股平稳减持的五要素	152
国有股减持的基本框架构想	155
国有股减持的市场环境建设	166
“风物长宜放眼量”	169

附录	175
----------	-----

附录 A 《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》	175
----------------------------------	-----

附录 B 国有股减持大事记	179
---------------------	-----

参考文献	186
------------	-----

▷ 国有股减持透视

关注国有股 减持

第 1 章

国有股减持，是一个受到关注的热点问题，也是一个值得关注的重要事件。

国有股减持，是中国证券市场在发展中遇到的一个难点问题，也是中国经济体制转轨时期诸多难题的一个缩影。

中国的证券市场要发展、要完善、要与世界接轨，就必须改变上市公司国有股“一股独大”且不流通的状况，不能把历史遗留问题长期悬置起来，更不能使历史遗留问题越积越多。然而，推进国有股减持流通工作，不能不顾及投资者的反应，不能不考虑市场的承受能力。先前方案迫于市场压力而停止实施，说明了只有在兼顾各方利益、达成基本共识的基础上稳步推进，国有股减持的积极意义才能最大限度地得以发挥，其消极影响才能最大限度地予以控制。

目前，新的国有股减持方案仍在研究讨论之中，国有股减持政策动向依然牵动着证券市场的脉搏。更重要的是，由国有股减持引发的故事，给我们带来了许多深层思考和有益启示。

从国有股减持看攻坚改革

从20世纪70年代末开始的中国经济体制改革选择了一条渐进式的道路。这种改革方式，并非试图在短时间内对原有体制进行大的手术，使市场经济体制迅速建立起来，而是将改革作为一个长期渐进的制度变迁过程。

渐进式的改革，一方面采取了“先易后难”的策略，首先选择一些对经济发展增进比较明显、与社会利益比较一致的领域作为突破，进而再集中力量着手解决触及原有体制核心症结的疑难问题，从而防止了由于改革的初始成本过高而带来的改革风险；另一方面按照“先外后内”的策略，通过“体制外”市场因素的成长和扩张，逐步缩小“体制内”的经济份额，从而降低国民经济整体对原有体制的依赖程度。

渐进式的改革，通过增量的发展和市场机制作用领域的逐步扩大，不仅避免了改革可能引起的社会经济剧烈震荡，而且实现了国民经济的持续快速增长。然而，渐进式的改革并不是要回避或绕过“存量”问题，而是要在条件具备、时机成熟时进行攻坚式的突破。当前，我国的改革已经进入到了攻坚阶段，一些更为复杂的深层次问题摆在面前，亟待解决。对改革难点问题的攻坚，面临着新的改革风险，也需要更多的智慧和更大的勇气。

国有股减持是一个具有代表性的改革攻坚课题，它关系到国有经济的战略性调整，关系到上市公司治理结构的完善，关系到社会保障资金的筹措，关系到证券市场的稳定和发展，关系到每一个投资者的切身利益。它不是局部和单层面面的问题，而是一项复杂的系统性改革工程，必须有通盘的筹划、精心的设计；不仅要确定总体目标和总体战略思路，而且要考虑具体实施步骤和实施技巧。它牵一发而动全身，处理得好，它会发挥“一招棋活，满盘皆活”的功效；但如果处理不当，不仅难

以收到预期效果，而且会危及其他、影响大局。

像国有股减持这样的改革攻坚难题，难就难在它不是在白纸上画画、在平地上盖楼，而是必须对既有利益格局进行调整，对多方面的矛盾关系进行整合。国有股减持流通是大势所趋，对中国证券市场发展来说是一个“长期利好”，但如果不克服“短期利空”的制约，“长期利好”作用也无法显现。弱化“短期利空”效应，强化“长期利好”效果，是对国有股减持政策和方案提出的基本要求，而做到这一点，就要正视利益冲突的存在，兼顾和维护各方面的合理利益，并将短期利益融于长远利益之中，实现利益关系的动态平衡，最大限度地处理好改革、发展、稳定三者之间的关系。国有股减持如此，其他改革攻坚课题也是如此。

从国有股减持看市场力量

在由计划经济体制向市场经济体制转轨的过程中，市场力量得到培育，并迅速成长壮大起来。市场力量的形成和壮大，是改革的成果，是发展的需要，是希望的所在。从我国证券市场的情况看，虽然目前存在许多缺陷，规范化程度还有待进一步提高，但同时也应当看到，证券市场中的市场力量正在显示出越来越大的影响力，已无法再让人小视它。这一点可以在国有股减持问题上得到反映。

1999年和2001年国有股减持的两次不成功的实践，

其根本原因在于方案远离市场，得不到市场的认同。从操作层面看，国有股减持是一个市场交易过程，交易的达成，不单单取决于国有股的卖方，而且有赖于国有股的买方。在一个短缺市场中，卖方的力量要强于买方，形成所谓卖方市场。在这样的市场上，卖方凭借商品的稀缺性压制买方，在交易中占据主动。而在过剩市场上，买方的力量压过卖方，掌握着市场的控制权，并迫使卖方想方设法为市场提供物美价廉的商品。改革开放初期，伪劣商品横行于市，其根源在于短缺；而目前商品价格走低、厂商利润空间缩小，又与商品过剩不无联系。回过头来看看证券市场。我国的证券市场今非昔比，上市公司数量迅速增长，股本盘子越来越大，相对于现有证券投资需求而言，证券供给已决非短缺。而规模巨大的国有股的减持和流通加剧了市场的扩容，也使投资者在证券市场上更有发言权。如果投资者对国有股减持方案不满意，或存在政策上的疑虑，他们就会用脚去投反对票，致使股市大幅下挫。在这样的市场条件下，高价减持行不通，这正是市场力量的反映。市场力量一经形成就会显示其旺盛的生命力，就不容忽视它的存在、轻视它的影响。

不能否认，在体制转轨时期，市场力量自身还存在很大局限，它时常会暴露出盲目的、缺乏理性的一面，内部结构上也存在畸轻畸重的问题。市场力量并不一定总是对的，它需要必要的调节和控制。市场经济并不排斥政府行为，而关键是要看政府如何行为。充分尊重并

最大限度地利用市场力量，是政府对市场进行管理和调控的前提和基础。在国有股减持问题上，市场力量表达了对政策的不同意见，这并不是件坏事。了解市场反映、倾听市场声音，并通过市场力量和市场规则解决国有股减持和流通问题，“共赢”的结果就会从设想变为现实。

从国有股减持看政策制定

受计划经济的长期影响，我们习惯了“自上而下、上传下达”的政策指令方式，而对科学民主决策方式还比较陌生，因而目前政策制定中表现出的主观色彩还比较浓，成为制约市场经济发展的一个“瓶颈”。中国已正式成为世界贸易组织成员，对外开放的新形势不仅对企业提出了挑战，而且也政府对行为和决策方式提出了新的要求。提高决策的科学化、民主化程度，增强政策的透明度，无疑应当成为政府改革的一个重要方向。

2001年6月12日出台的《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》，对证券市场造成了不小的冲击。鉴此情况，中国证监会于10月22日宣布停止执行该办法中第五条关于“国家拥有股份的股份有限公司向公共投资者首次发行和增发股票时，均应按融资额的10%出售国有股”的规定。一项政策仅仅实行了100多天，这种情况是过去少有见到的。对此有人说，政策出台太草率，让政府很被动，有损政策的权威性。更多的人却为此叫好，认为这是政府务实的表现，是政策制定的一场深刻革命。

国有股减持是一项探索性的工作，没有现成模式可以照搬，期望一步到位的圆满方案也是不现实的。在国有股减持政策方案付诸实践的过程中，走出了一条“试错—纠错”的路子。错误在所难免，教训也十分宝贵，政策与市场相互碰撞、相互磨合，进而不断地改进和完善，这是一个决策科学化的路径，对于当今中国的改革和发展尤为重要。

决策者敢于纠错是值得称道的，但让市场纠错也是有成本的，有时成本还是很高的，因此也不能不断地去“试错”、“纠错”。这就要求政策尽可能做到“事前纠错”，而不过多地去“事后纠错”。将政策制定纳入“公共选择”的框架，就是降低纠错成本的一条有效途径。中国证监会向社会公开征集国有股减持方案和建议，并通过专家评议和研讨的方式，研究制订具体操作办法，体现了决策科学化、民主化的要求。它迈出了政策制定走向“公共选择”的重要一步，为今后其他重要改革的决策方式提供了有益参考。在国有股减持讨论的同时，铁路春运票价价格听证会也走到了我们面前，这些迹象表明，政府的决策方式正在悄然改变。虽然走向“公共选择”的路还很长，但良好的开端是令人欣慰的。

从国有股减持看中国证券市场发展前景

中国的证券市场并不是在完善的市场经济环境下构建起来的，而经济体制深刻变革的背景下诞生的，是在