



股权分置改革前沿研究

股权分置改革中 国有股流通问题研究

G Q F Z G G Z G Y G L T W T Y J

祝捷 郭涛 冯圣超 著



東北大學出版社
Northeastern University Press

股权分置改革前沿研究

股权分置改革中国有股流通问题研究

祝捷 郭涛 冯圣超 著

东北大学出版社

• 沈阳 •

© 祝捷 等 2005

图书在版编目 (CIP) 数据

股权分置改革中国有股流通问题研究 / 祝捷, 郭涛, 冯圣超
著. — 沈阳: 东北大学出版社, 2005.12

(股权分置改革前沿研究)

ISBN 7-81102-218-4

I. 股… II. ①祝… ②郭… ③冯… III. 国营企业—股票—
证券投资—研究—中国 IV. F279.241

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 140583 号

出 版 者: 东北大学出版社

地址: 沈阳市和平区文化路 3 号巷 11 号

邮编: 110004

电话: 024—83687331 (市场部) 83680267 (社务室)

传真: 024—83680180 (市场部) 83680265 (社务室)

E-mail: neuph @ neupress.com

http: // www. neupress. com

印 刷 者: 沈阳市第六印刷厂

发 行 者: 新华书店总店北京发行所

幅面尺寸: 140mm × 203mm

字 数: 427 千字

印 张: 14.875

出版时间: 2005 年 12 月第 1 版

印刷时间: 2005 年 12 月第 1 次印刷

责任编辑: 刘宗玉 张德喜

责任校对: 秋 池

封面设计: 唐敏智

责任出版: 秦 力

定 价: 40.00 元

前言

股权分置问题被认为是中国股市上的“头号难题”。由于历史原因，我国股市上三分之二的股权不能流通，导致股市先天不足，制度存在重大缺陷，目前已经成为完善证券市场基础制度的重大障碍。解决股权分置问题，不仅可以为资本市场功能的全面发挥创造条件，而且还能从根本上推动证券市场的彻底变革，从而有效增强投资者信心，恢复股市本来面目。启动股权分置改革不仅是中国股市转折的开始，也是股市真正市场化的开始。当然，也应看到，我国目前正在进行的股权分置改革既无先例可循，也无海外经验可借鉴，是“摸着石头过河”。本套丛书选择了股权分置改革中的若干问题进行理论与实证分析，以期在中国股市转折大潮中贡献一己之见。

本套丛书共分为如下四部。

《股权流动性抑制与公司治理绩效研究》：从结构和功能上看，中国资本市场长期以来都处在一种不正常的状态中。那么资本市场的这种结构和功能上的失衡状态，已经成为中国资本市场发展最主要的障碍，而这种障碍的最根本的制度性原因是股权流动性抑制，它也对我国上市公司的公司治理造成了严重的危害。本书通过理论与描述性分析的方法，从股权结构的视角，分析了股权流动性抑制与公司治理绩效的关系，阐述了股权流动性抑制对公司治理的危害，同时，本书对解决股权流动性抑制的方案作了详细的介绍与评析，指出全流通并不

等于国有股减持，二者不能混为一谈。最后，本书对影响公司治理绩效的另一因素——资本——结构——也作了分析，提出了改善股权、债权融资效应的相应办法，进而提高公司治理绩效。

《股市场非流通股全流通方案研究》：国有股减持与全流通既不同又有着紧密的关系，国有股减持实质上就是让非流通股流通到市场上去，进行流动性变革就是为了能够给国有股减持提供一个资本市场的平台，减持必须要在市场流通的基础上进行。因此，本书详细地分析与研究了迄今为止出现的 20 种国有股减持与全流通方案，并对每种方法的优、缺点，适用情况等内容加以分析比较。在非流通股全流通的过程中，众多的利益相关者需要选择不同的全流通方案，具体问题需具体分析。我们所研究的全流通问题，在国外没有现成的经验，国有股减持与全流通有着内在的联系，讨论了外国国有股减持的一些做法以资借鉴。用指标来解读全流通方案的优劣，期待用完善的全流通方案解决股市痼疾，开创中国股市后股权分置时代的新篇章。

《股权分置改革中国有股流通问题研究》：本书在深入分析中国特色股权设置的历史背景基础上，全面阐述股权分置的弊端，突出国有股减持的必要性，以法律的视角分析原有国有股减持的法律缺陷与需要改进之处，较为全面地阐述了国有股减持的法律制度设计；同时，

将国有股减持的历程和七大类国有股减持方案相结合，从一个全新的角度来分析我国国有股减持历经几次失败的原因，并对七大类国有股减持方案中回购和配售的方案进行全面的分析；最后提出了国有股全流通的未来设想，探索了多元化的国有股减持思路和工具创新。

《全流通中的并购问题研究》：随着我国股权分置改革紧锣密鼓地进行，在今后没有了非流通股的全流通市场中，并购操作在证券市场将变得更为容易和更加频繁。本书以未来全流通市场为背景，围绕着并购这个热点话题，就并购相关的一些问题展开。全书以前人有关并购的理论为基础，结合我国近期一些法规的修订以及规定的颁布，深入剖析了全流通中企业并购的特征、动因、融资方式、协同效应以及并购的绩效，对并购涉及到的目标企业的估价、并购后的财务整合一系列的重要问题进行了全方位的探讨，总结了我国全流通中并购应该注意的问题，并在最后提出了建设性的对策。本书从理论性和实践性出发，充分借鉴了西方发达国家全流通市场中并购的理论和实践的有益成分，相信会推动我国全流通中并购活动的有序进行。

作者

2005年12月

目 录

第1章 引 言	1
1.1 课题提出的背景与意义	4
1.2 研究思路与分析框架	14
1.3 本书的创新之处	15
第2章 国家股和法人股产生的背景	16
2.1 国有股的产生背景	17
2.2 国有股产生的必然性	27
2.3 设置国家股、法人股和社会公众股的原因	30
2.4 我国的国有股特点	39
2.5 股权分置的弊端分析	50
第3章 国家股和法人股全流通的意义	61
3.1 股份经济要求股票具有流通性	61
3.2 实现我国国有股全流通的意义	65
3.3 “非流通股”减持与全流通的经济意义	70
第4章 国内外国有股流通方案分析	92
4.1 国外国有股流通的启示	93
4.2 香港盈富基金的成功经验	117
4.3 《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》 失败的启示	126
4.4 国有股减持的法律制度设计	131
4.5 国外国有股退出的比较研究	157

第5章 我国国有股减持的回顾	165
5.1 国有股减持的历程及其再认识	165
5.2 七大类国有股减持方案的分析	211
5.3 设立国有股减持与流通运作基金方案评析	234
5.4 国有大型投资公司参与国有股减持方案评析	235
5.5 特种可转换国债方案评析	237
5.6 国有股转为优先股方案评析	238
5.7 相应方案的实施对上市公司和二级市场的影响	238
5.8 国有股减持实践失败的原因分析	246
5.9 国有股流通与减持的实际操作分析	261
第6章 股权分置改革——全流通方案	272
6.1 全新思路：先实现彻底全流通，后市场化减持国有股	272
6.2 当前上市公司国有股流通方案的提出	300
6.3 对国有股流通方案的解释	303
6.4 国有股流通方案实施的可行性分析	305
6.5 国有股流通方案的效果评价	312
6.6 国有股全流通未来设想	314
附录一	336
附录二	370
附录三	402
附录四	417
附录五	434
参考文献	463
后 记	466

第 1 章

引 言

中国改革的制度变迁是围绕“公有制为主体”这一核心思想展开的。20 世纪 90 年代以前的国有企业改革只是一种外围的改革模式——分权让利，而始于 90 年代以后的国有企业改革是围绕建立现代企业制度这一制度创新展开的，其重要目标是通过政企分开来明晰公司的产权，通过对大批国有企业进行股份制改造来实现国有企业治理结构的改善，事实上是由政府作为第一行动集团发起的政府主导的强制性制度变迁。由于政府制度供给的自然垄断优势，以及一元化的所有制结构，使得国有企业的股份化改造在外延上迅速地扩张，但是由于我国在实行股份制改造初期，理论准备还不充分，人们片面地理解确保公有制在股份公司的主体地位的指导思想，创立了“有中国特色”的股权分置制，即按所有者的性

质把公司股份划分为国家股、法人股和个人股。一方面规定国有股和法人股不上市流通，个人股作为社会公众股上市流通；另一方面保留国际通行的“同股同权”惯例：国有股股东以发起人在取得上市公司股份时，一般是以净资产或净资产折价入股，通常每股价值在1~1.54元之间，社会公众股以抽签认购的方式在一级市场上取得原始股后，再以15倍以上市盈率，以6~12元的溢价购买股票。可以认为，这种股权分置制的制度安排是所有问题的症结所在。

为此，我们有必要从国有股和法人股减持与全流通的必要性及其意义的视角进行深入研究，以期为人们能就国有股和法人股减持与全流通这一问题达成共识，为实现国有股和法人股减持与全流通去除认识上的障碍。

在本质上说，实现国有股和法人股减持与全流通是股份制经济的内在要求，不但发达市场经济国家在其经济实践中不断适应这一内在要求，不断适时地减持国有股，而且对于我国这样一个后发的、走社会主义市场经济道路的国家来说，更是有着不言而喻的意义。

国有股和法人股不流通所带来的弊端是显而易见的。从战略上调整国有经济布局的一个重要途径，就是要利用证券市场优化配置资源的特殊作用，加快国有股和法人股的流通步伐，把国有资本退出一般竞争性行业，转向垄断性、公益性、导向性这些必须由国家控制的产业上来。随着人们对于股份制的认识和股份制实践的不断深化，随着证券市场的不断发展和国有企业改革与改组的不断展开，法人股及国家股的流通越来越成为国有企业改革和证券市场发展中不可避免的现实问题。法人股股东需要通过股份的流通实现其投资价值，政府可以通过国家股的流通获得大量的财政资金，国有企业和上市公司的资产且需要建立在控股股份可流通性的基础上，证券市场的不断发展也需要股本结构的规范化和流通股本的增加，大比例的非流通股则越来越不能适应这一需要，而回避流通问题并

不能消除这部分股票对流通的迫切要求。于是，人们千方百计地寻求非流通股的流通，同时也尝试了各种各样的具体的流通形式。然而，遗憾的是，其中最影响全局的试验——2001年6月12日国务院发布的《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》以失败而告终。

看来，要实现国有股和法人股减持与全流通的认识能否成为认识的主流是一回事，而如何把这种共识转化为共利则是另一回事。这其中涉及到如何实现国有股和法人股减持与全流通的原则问题和技术问题。基于在经过以上讨论后所得到的认识的基础上，我们研究了实现国有股和法人股减持与全流通的原则以及实现国有股和法人股减持与全流通的典型方案，特别是在研究了很多专家推荐的折让配售方案之后提出了优化该方案的意见。

关于国有股减持的原则，主要观点有三种。第一种观点认为，任何国有股减持方案都应体现证券市场的公平、稳定和效率原则。公平性原则是指证券市场的参与各方——社会公众投资者、国家股股东和上市公司这三个市场主体，在国有股减持过程中都不应该受到利益的侵害。稳定性原则是指在减持过程中市场要保持稳定，不应该出现大的波动。效率原则是指国有股减持要有利于国有资本通过股权的流动来提高其运行效率，同时要有利于证券市场效率和上市公司效率的提高，特别是上市公司股权结构的改善和整合。第二种观点认为，国有股减持要遵循四个原则：一是有利于全体股东的利益最大化原则；二是有利于股票市场的发展原则；三是有利于公平治理水平提升的原则；四是有利于建立守法运营的文化的原则。第三种观点认为，国有股减持要坚持公开、公平、公正的原则。

减持过程应该是透明的，具体方案的设计和交给券商等社会机构，国家掌握最后决策权。方案应力求公平、公正，照顾到各方利益，同时要综合考虑市场的能力。

可以说，专家学者们所提出的各种原则，从各个单一的视角看

都是无可挑剔的。但是，我们在经过系统地研究后认为，能否以最大化的社会效益顺利地实现国有股和法人股减持与全流通，应坚持如下一些原则：立法先行、依法减持原则，兼顾“公平、稳定、效率”原则，市场化运作原则和还利于民原则。因此，最优的国有股减持与全流通的方案应是在这些原则和人们已达成的共识的基础上形成的。

总之，我国上市公司的国有股份比重过大且不能流通，并严重影响了我国社会主义市场经济的发展。与之相关的国有股减持与全流通问题是一个复杂的系统工程，关系到国家、公司和投资者的利益，影响到资本市场资金、股票的供求平衡，影响到股价的波动，最终必然会影响到资本市场乃至整个国民经济的发展。因此，我们解决这一问题始终要坚持的总原则是，要慎之又慎，不可抱一蹴而就的思想，以免再出现不应发生的损失。

1.1 课题提出的背景与意义

一、背景

作为社会主义国家，我国在新中国成立后按照传统的马克思主义理论建立起以公有制和集体所有制为基础的经济体系，实行计划经济。由国家出面组建了涉及各行各业、方方面面的大小不一的国有企业。在此之后的几十年间，国有企业作为我国政府干预和控制经济的工具、国家建设的基石，为我国社会主义经济的建设和繁荣作出了巨大的、不可磨灭的贡献。

但是，随着我国建设社会主义市场经济步伐的加快，经济体制、政治体制改革的深入，国有经济布局过于分散；国家应重点控

制的行业不突出；自然资源、社会资源浪费严重，国企体制、机制不活，社会包袱沉重，证券市场功能不完善等问题逐渐显现出来。要解决这些问题，必须着眼于国有企业的制度创新；必须对国有经济进行战略性改造和重组，必须建立起合理而有效的法人治理结构，必须强化资本市场在体制转轨中的功能和作用。另外，在改革过程中，离退休职工、下岗职工以及在岗职工的社会保障体系也必须尽快完善，筹集足够的社保基金并使其保值、增值，这是保证社会安定、解决人民群众后顾之忧的大事，是改革取得成功的重要保证。我国已正式成为 WTO 成员，上市公司将直接面对跨国公司的竞争，证券市场国际化步伐进一步加快，这一切都使得在上市公司建成真正符合国际惯例的现代企业制度及实现我国证券市场与国际市场全面接轨具有了紧迫的意义，而我国上市公司不合理的股权结构和治理机制以及证券市场尚不完善的功能都与国际化的要求相距甚远，难以应对入世后国际市场的竞争。

为此，通过国有股减持调整国有经济布局，建立现代企业制度，筹集社保资金就被提上议事日程。在 1999 年 9 月 20 日中国共产党十五届四中全会通过的《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》中指出：国有企业必须适应经济结构变化的要求进行战略性调整和改组，从一些竞争性的行业退出，把有限的财力投向国民经济和社会发展的关键领域，国有企业上市要适当提高公众流通股的比重，允许国有控股企业按规定参与股票配售，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，所得资金用于国有企业改革和发展。10 月 26 日，中国证监会首次正式明确了有关国有企业减持可以通过国有股配售方式实现的政策，是对《决定》精神的积极响应。随后，中国嘉陵和黔轮胎两家上市公司进行了国有股配售试点，揭开了国有股减持的序幕。

但是，由于国有股配售减持的失败和社保方案难以实施，我们

急需找到一种国有股减持的新方案，以保证流通股和非流通股股东的利益都不受到损害。作为 WTO 的成员国，中国将面临各方面的竞争，而上市公司无疑是我们国家经济的“领航者”，它将直接面临世界各个国家公司的挑战。面对严峻的形势，要求我们必须对上市公司所存在的缺陷进行及时且正确的改革以面对挑战。

二、意 义

（一）国有股减持的宏观意义

1. 国有经济布局的历史与现状

作为一个社会主义国家，我国从 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，消灭了私有制，建立了包括全民所有制和集体所有制在内的公有制，进而推进了集体所有制向全民所有制转化，目标是让全民所有制覆盖国民经济的各个领域。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。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经济占领的领域。而同时，国有经

济并未因此停止发展,政府一方面集中大量资金投资于基础设施领域,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,有的则陷入了困境。

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被打破,出现了公有制实现形式多样化和多种经济成分共同发展的局面,但是国有经济布局面面俱到,资源配置重点不突出等现象依然严重。从国有资产的动态变化看,资源配置重点不突出,在国有经济并没有优势的领域,仍然大量配置国有资产;而在一些支柱产业、高新技术产业等需要发挥国有经济优势的关键性产业中,国有资产增长速度并不快。

2. 现有国有经济布局引发的问题

国有企业的产业分布过于分散,战线过长,有限的国有资本势必难以支持过于庞大的国有经济盘子,严重影响了现有国有企业的竞争能力和国民经济整体效益的提高。它突出表现在以下几个方面。

(1) 地区结构趋同,低水平重复建设严重,未能体现比较优势和协作效益。例如在“九五”计划及2010年远景目标中,各地纷纷比照国家的支柱产业发展规划来选择自己的支柱产业,显出明显的雷同性,绝大多数省(区、市)都把机械、电子、石化、汽车等作为本地区的支柱产业,而且产业内部重点发展的行业和产品大体相近,主要集中在通信设备、计算机及外部设备、电子音像等,而急需大力发展的大规模集成电路、新型元器件等投资类电子产品则没有得到应有的重视。

(2) 产业集中度和产品集中度低,专业协作程度不高,难以形成有国际竞争力的大型企业产业,集中度低使得大中型国有企业在国民经济中的地位和作用不够显著。较低的产业集中度,导致专业

协作程度也不高，难以形成有国际竞争力的大型企业。由于企业规模和实力与国外企业存在差距，使得中国企业面临生产成本低、经济效益低的难题。在市场开放和外资进入的情况下，许多企业难以应付，面临生存挑战。

(3) 技术水平低，设备和产品老化。随着世界性的科学技术飞速发展，技术成为最重要的生产要素。国家和企业的竞争优势，已经从过去以资源和成本为主转向以技术和管理为主。随着竞争的加剧，一个企业如果不能持续不断地开发新技术，推出新产品，就不可能在激烈的竞争中获胜。现代技术与开发的一大特点是需要巨额资金。而中国国有企业技术与开发的投入长期不足，企业只顾眼前的生产而缺乏开发新产品、新技术、新工艺的能力。在某些重要的高新技术领域，我们与国外的差距不是在缩小，而是可能存在继续拉大的趋向。

(4) 国有企业的行为方式出现扭曲。由于国有资本金不足，大量国有企业实行高负债经营。而负债率过高，往往刺激企业经营者用别人的钱去冒经营风险。对于中国的国有企业而言，情况可能更加严重。由于它们从国家银行取得贷款和从财政取得拨款，实际上并无明显的区别，银行似乎有天然的责任“支持”国有企业，而企业则“千年不赖、万年不还”。一些国有企业和上级主管机关的领导人养成了大手大脚使用银行贷款的习惯，助长了不计成本、乱铺摊子等不良风气。

(5) 国有企业资产质量差，总体经济效益低。一是国有资产质量差。1995年清产核资的数据表明，6.87万户国有企业中，负债率在100%以上的企业有1.3万户，损失挂账大于所有者权益的空壳企业1.8万户，两者合计占全部国有工业企业的45%。二是国有企业效益下滑。国有独立核算工业企业固定资产净值利润率1980年为23.2%，1985年为18.5%，1990年为4.8%，1995年为3.8%，下降幅度十分惊人。与其他所有制成分相比，1995年各

种所有制独立核算工业企业资金利润率，集体企业为3.2%，股份制企业为6.3%，外商投资企业为5.1%，而国有企业仅为1.9%。

(6) 国家财力有限，难以向国有企业大规模注资，建立现代企业制度的改革任重道远。国有企业改组为现代公司，必然要付出必要的改革成本：要处理旧体制下长时期积累起来的负债过高、冗员过多、老职工的社会保障基金缺乏以及分离与企业无关的社会福利事业等问题。对于目前摊子铺得过大、过散的国有经济而言，仅依靠国有企业本身的积累或国家财政力量显然是很难筹得所需资金的。

根据以上分析，中国要解决国有企业的问题，应当首先从调整结构上做文章，国有经济进行战略重组刻不容缓。

3. 国有股减持与国有经济战略性重组

国有经济战略性重组，就是通过国有资产的流动、重组和国有股权适度的减持，在适当收缩国有经济战线的前提下，重组国有企业的产业结构和组织结构，实施抓大放小，扶优扶强，通过股份制改造、联合、兼并、破产、债务重组等，使国有企业存量资产合理流动，更好地发挥国有企业在社会主义市场经济中的重要作用。具体而言包括以下四个方面内容。

(1) 收缩战线，突出重点，优化国有经济的产业结构。总的原则是要使国有资产从分散的中小企业向大型和特大型企业集团、从低效的劣势企业向高效的优势企业、从一般竞争性领域向需要国有经济发挥作用的战略性领域集中，通过适当减少国有经济介入的行业和企业，达到集中力量、保障重点、提高效率、增强竞争力的目的。特别需注意的是，国有经济产业结构调整不能简单地演绎为“国退民进”，笼统地说“国有企业要从一切竞争性领域退出”，“进”与“退”、“为”与“不为”，是一个有机的整体。“进”和“有所为”是发展，“退”和“有所不为”也是为了更好地发展，都是为了增强国有经济的控制力，提高国有经济的质量，更好地发挥