

第一部分

国有股减持政策的出台背景

● 国有股·法人股·社会公众股

按投资主体来分，我国上市公司的股份可以分为国有股、法人股和社会公众股。

不同上市公司的股份构成都不一样，有的股票国有股占较大比例，有的上市公司没有国有股和法人股，只有社会公众股，如三无概念股飞乐音响、爱使股份、方正科技等。不同股票由于股份构成不一样，其市场表现也不一样。因此，投资者有必要弄清国有股、法人股和社会公众股的基本概念。

国有股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。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，国有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。

法人股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公司非上市流通股部分投资所形成的股份。目前，在我国上市公司的股权结构中，法人股平均占 20% 左右。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。

社会公众股是指我国境内个人和机构，以其合法财产向公司可上市流通股部分投资所形成的股份。我国投资者通过 5000 多万股东帐户在股票市场买卖的股票都是社会公众股。我国《公司法》规定，单个自然人持股数不得超过该公司股份的 5%。

国有股未减持前，我国国有股和法人股很长时间一直不能上市交易。国家股东和法人股东要转让股权，可以在法律许可的范围内，经证券主管部门批准，与合格的机构投资者签订转让协议，一次性完成大宗股权的转移。近年来，随着兼并收购、买壳借壳等资产重组的逐步开展，国有股和法人股的转让行为也逐渐增多。例如，中国第一汽车集团公司协议受让“沈阳金杯”5 亿股国家股，使其控股比例达到 51%，沈阳金杯由此改名为一汽金杯，纳入一汽集团旗下。

公司职工股，是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《股票发行和交易管理暂行条例》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。

除少量公司职工股、内部职工股及转配股上市流通受一定限制外，绝大部分的社会公众股都可以上市流通交易。

据统计，1997年底，在上海证券交易所挂牌的上市公司中，还有 15.51 亿股不能流通的公司职工股和内部职工股，占总股本的 1.47%。

据全景网络统计，截止 2001 年 6 月 14 日，深沪两市共有上市公司 1134 家，总股数达 4101 亿股，其中国有股、法人股、流通股分别为 1174 亿、1416 亿、1373 亿股，占总股数的比例分别为 28.6%、34.5%、33.48%。含国有股的上市公司共有 767 家。两市有 5 家三无概念股（即全流通股、没有法人股和国有股），分别是方正科技、兴业房产、飞乐音响、爱使股份及华晨集团。没有国有股但有法人股的上市公司有 362 家，总股数达 1316 亿股，其中法人股达 847 亿股，流通股 469 亿股。

●何谓国有股减持

我国的国有股问题是经济改革的产物，因而也必须用深化改革的思路和方式才能解决。广义而言，国有股是指所有股份制企业中的国有股份，包括国家股和国有法人股两部分，因此，国有股减持属于国企战略性重组的重要组成部分。狭义而言，国有股仅指上市公司中的国家股和国有法人股，它是在上市公司改制设立时，政府和国有企业以发起人身份以国有资产入资后形成的股份，由于这部分发起人国有股的认购成本相当低，通常在 1—2 元之间，且占上市公司总股本的比重平均高达 62%，因此，按照以前的交易规则，不允许进入证券二级市场买卖交易。由于此次国有股减持的工作重点是上市公司中的国有股份，因此，所谓国有股及国有股减持均为狭义上的概念。

国有股减持的最终目标是实现国有股的市场化，即在一个不

长的时间内，有领导、有计划、分期分批地出售国有股份，逐步使国有股的占股比例降至合理水平，并最终完全建立起国有股份在证券二级市场变现流通或退出的机制，真正实现国有股的同股同质同权。

一方面，减持就是变现，即国有股从不能流通状态转为流通状态，而国有股的持有者则取得变卖国有股的投资收益。

另一方面，减持又不完全等于变现，减持和变现是可以分离的，国有股的减持和国有资产产权的转移，完全可以不通过交易而实现。如可以把一部分国有控股上市公司的股权划拨给社保基金，而社保基金继续持有这些股权而不将其或不马上将其进入流通，经过 5—7 年的过渡期，逐步变卖或变现。

需要注意的是，减持只是国有经济进行有进有退的战略调整，并不意味着国有股要全部退出，国家应该根据各上市公司在国民经济中的地位，有选择、有计划地保留或退出国有股。

● 国有股减持的影响

国有股减持是在我国国有企业改革处于攻坚阶段的经济背景下展开的，也是 2000 年以来投资者最为担心的话题，1999 年几家公司国有股配售“第一炮”没有打响，使投资者更增添了几分恐慌，因而被视为重大的中长期利空政策。

我国沪深两地上市公司总股本约为 4000 多亿股，其中中国有股占总股本的 62% 左右。从国际惯例来看，20%—30% 比重的国有股就足以保证国家对企业的控制力，考虑我国实际情况，如将我国国有股减持的下限定为 30%，则国有股减持的总数为 1200 亿股，如果按目前上市公司平均每股净资产值约 2.5 元作为国有股减持的基准价，总共需要二级市场 3000 亿以上的资金来承接，这一流通市值的扩容规模是 1990 年中国证券市场建立

以来任何一次扩容所不能比拟的，因此带给市场的压力确实很大。

但是，国有股减持可以改变国有股一家独有的产权结构，实现投资主体多元化，使资源在市场力量下得到有效配置，上市公司才能健康发展，广大投资者的根本利益才能得到保障。如何将国有股减持对证券二级市场的影响程度降到最低点，这的确是国民经济发展与改革过程中有待探索的重大课题。

总之，国有股减持对于投资者的心理压力和二级市场的资金压力均是实实在在的，这种影响也可能是中长期的，有人断言会影响中国股市至少 20 年。但是，管理层应当会权衡利弊，在不同的时期适时地推出不同的组合方案，将国有股减持的负面影响降到可以控制的程度。

● 国有股减持，难矣

国有股的减持和流通应该是完全不同的两个概念，把它们混为一谈是市场认识上的误区。目前对它们的讨论非常多，对广大投资者而言，想必大部分人将之当做利空来对待，其实这是有相当道理的。当然也有一部分人说这是大利多，说它是利多是从股市的发展方向上来下结论，因为大量国有股不能流通始终是中国股市的一个弊端，以发展的眼光看，凡不合理的最终都将被消灭，因此，它对股市长远发展是有利的。但如果从比较现实的角度，从广大投资者的立场上看问题的话，说它是利空并不为过。如果由于国有股的流通造成股价大跌，我们广大投资者资产严重缩水的话，你再大谈利多，一定会遭来一片唾骂，这是很现实的。

国有股减持这种提法比较正规，这一提法是最先由政府方面提出来的，其出发点是说目前国有股持股比例过大，已不适应现

在的市场，可适当减持。与之对应的是市场不少投资者说国有股减持纯粹是从市场“取钱”。

而奇怪的是从现在的各种做法上来看，投资者的观点反而言之成理，有各种佐证。如果说要解决遗留问题，那么当务之急就是不要再制造“问题”了，但我们看到的都是现在发行的新股，仍然国有股比例非常高。宝钢流通股 18.77 亿，而不流通的国有股及法人股居然达到 106 亿，一方面在不断制造大量国有股，一方面又说要从市场减持，这确实很难让市场适应。从现在情况来看，如果国有股减持的速度和新发行上市的速度持平的话，那么这个问题是一万年也解决不了的。如果减持远远大于发行，那么又是市场无法承受的。因此，在解决问题之前，先要停止制造新问题是当务之急。

至于国有股流通的提法，是决不轻言的。因为一旦国有股可以流通就等于所有不上市的国有股都可任意上市交易。这对现在的股市而言是一个特大利空。中国股市因此而崩盘也决不是危言耸听。因为中国股市的股价之所以能定位这么高，其一重要原因就是占主导地位的那部分股票不能上市流通，才使可流通部分能有高定价的基础，一旦全部流通之后的股价必然向价值回归，大幅下跌是在情理之中的。虽然说高定价是违背价值规律的，并不是好现象，但解决这个问题决非一朝一夕之功，并且做法要让市场接受。国有股都是以 1 元成本入股，而市场投资者则是以较高的成本来介入，有些上市公司经过多年送股扩张之后，可能国有股的持股成本只有几毛，甚至几分钱一股，以这种低成本与市场高成本相平抑的话，现实对广大投资者而言仍是不公平的。即使按照有些人士的设想，国有股以净资产向流通股股东配售的方式进行，这表面看来流通股股东占便宜的做法，事实上仍是不平等的，因为我们的股票发行上市之后其净资产的大幅提高得益于流通股股东的高成本持股，高溢的部分转化为净资产的提高部分，因此再

以净资产配售给投资者的话，无论从哪种角度上说都是一个悖论。

国有股减持是一个内容宽泛的概念，减持 1% 国有股属“减持”，减持 10% 国有股也属“减持”，减持 50% 以上国有股仍属“减持”，将国有股 100% 卖出还属“减持”。由于在国有股减持中，减持比例不同，对深化国企改革的效果大相径庭，所以，减持数量具有决定性意义。

具体来说，在国有独资企业中，减持 49% 的国有股份，企业仍属国有控股性质，其管理体制和运行机制在很大程度上可以继续贯彻原有的“一套”；在股份有限公司中，如果国有股为第一大股东且其他股份相当分散，即便国有股减持至公司总股份的 30%，有关政府部门仍可直接干预企业的运作。

国有股减持，说来也真难。

● 股权结构的问题及对股市的影响

股票市场的最根本基础是股份制度，没有真正的股份制度，就不可能有长期高效率的股市运行机制，其积极作用也难以发挥，也就是，良好的机制是由相应的制度作为保障的。而股份制度作为一种企业制度形式，又非一成不变，随着产业结构的变迁，股份制度也在不断创新，这包括公司的股权结构和公司治理结构等。因此，在研究分析和营造中国股票市场的制度基础时，既要注重对“后发效应”的运用，又要防止“制度拜物教”，应当立足中国现实寻找支撑中国股票市场发展的制度创新路径。

80 年代，中国就开始了建立股份制度的实践，但到 1990 年初《公司法》的颁布生效，才确立了股份制度的法律地位。在引进股份制度之前，几乎全部企业是全民所有制和集体所有制，作为公有制的形式，前者亦即单一的国家所有，后者类似于“法人

所有”，所有权结构非常单一。股份制主要是作为国有企业改制和建立现代企业制度而被引进、推广和实施的。改制后的股份公司，财产所有结构突破了单一主体形式，有了不同所有主体借助资本联合而形成的股权结构问题。一般而言，股权结构决定着股票市场上供给状况，同时又是股票市场交易的结果，两者似乎呈互为因果关系。不过，股权结构更为基础些，某种程度上决定着股票市场的组织形式、投资者结构、价格变动及其功能发挥，是股票市场的基础制度约束，因为不同的股权结构体现着更为广泛和深刻的制度安排。

观察目前中国绝大部分股份公司尤其是上市公司的股权结构，可以发现如下特点：

一是国家股比重趋于下降，但仍占据控股地位，尽管从改革方向上已经明确国有企业从竞争性领域逐步退出，但现有的政府制度安排仍对上市国有控股公司存有国家股份不得低于 50% 的限制。

二是境内法人股的比率不断上升，法人持股份额仅次于国家股，并因某些公司私下受让国家股份等原因，有超过国家股而居于主导地位的趋势。这种法人持股不同于欧美的机构投资者持股，更多地类似于日本的法人持股制度。

而其中的法人股又呈现出以下特点：

一是关联法人是法人股份的最主要持有者，也是法人股东的主体；

二是投资公司是第二大法人股东，使相当量的法人股份具有非银行金融性质；

三是诸如共同基金、养老保险基金等机构投资者的影响微乎其微，但不同于产业企业、银行和其他非银行业金融企业法人的是，这类机构所持股份是“个人股东的变异”；

四是如果不考虑国家控股因素，目前董事会基本上是代表法

人股东的利益，从而使我国股份公司中既有类似于欧美那样的企业间“董事兼任”，也有类似于日本的“董事派遣”，还有大量“董事兼任总经理”的现象，经理人员在董事会中的比例较高，很难说不是“内部人控制”的体现，如若国家股东“虚置”或“缺位”的话，这类股份公司的外部约束极小，这两年发现的大量上市公司的“内部交易”和各种信息不公开、经营混乱的情况，与这种治理结构不能说没有关系；

五是法人的本质是一个集体，即为集体所有，这仍属于传统公有制中的集体所有制形式，仍然避免不了传统体制下“国家财产”、“集体财产”产权界定模糊的状态。

如此股权结构，导致对股票市场运行机制的以下影响：

一是产生了类似于日本法人相互持股和稳定股东工作的同样效应，破坏了股票市场的应有市场机制尤其是正常的供求决定机制。

二是价格波动的随意性较大，上市流通股票的“投机证券”成分十分强烈，显示不出“投资证券”和“支配证券”的功能。

在健全理想的股票市场上，股票应是能够长期获取稳定股息红利的“投资证券”、能够支配公司财产经营的“支配证券”以及获取价差资本利得的“投机证券”的统一体。但在我国目前股权结构决定的股票市场上，仍然由于占大部分的法人股、国家股不能充分流通而造成了如下结果：

尚无法通过股票市场开展并购交易行为，几乎全部是场外的私下交易，加之董事会基本由国家股东和法人股东把持，从而不但使已上市流通的股票难以起到“支配证券”（通过场内的股票买卖不能实现控股目的）作用，而且影响了股市对资源配置效率改进的应有贡献；

导致分红回报率非常低，甚至根本不分红派息，这一方面是由于目前的股份公司是按面值分红派息的，与利用人为高股价筹

集的巨额资本金相比，分红率自然非常低，其中的不合理是显然的。且不说国家、法人控股的随意性更加剧了这种状况，这一点非常类似日本股份公司的缺陷，日本公司的平均分红回报率一直持续在 1% 以下的异常状态，这难免不使股份公司异化；另一方面，股份公司产权的不清晰和其中蕴含的不平等，使二级市场上的交易者对现金红利的要求很低，这使上市流通股几乎丧失了“投资证券”的功能；

目前股权结构所决定的产权关系不清晰及其衍生物（比如流通权的不同、送配股权转让的差异同表决权、分红派息权相同的矛盾等）的影响，从根本上决定了一、二级市场的价格均必然具有较大随意性，大幅度波动也就难免；况且，非流通的国家股、法人股有控股性质，以及他们对股市供求关系的控制，使目前股份公司渐渐偏离了个人股东的广泛支持，至少使二级市场刚刚上市价相比于一级市场发行价呈单一方向变化，不管是机构投资者还是个人投资者均无法将股票作为投资证券、支配证券进行投资，而只好利用“国有化”和“法人化”的高股价来进行投机，进入股市的个人几乎变成纯粹的“投机者”，这种投机又促使了股价的进一步上升和大幅度波动，从而就有可能使之变为完全无视企业回报率的异常高价。

由于目前国家股代表的“虚置”以及由此导致的法人股东的实际控股和“内部人控制”，仅靠比例不大的公众流通股份的约束，难以建立起有效的信息披露制度，这加剧着“信息的不完全性”，致使内部交易以及以法人面目出现的自然人利益倾向的交易比较普遍，而且使包含价格在内的市场机制功能极其低下，也使交易更加不公正，公众交易成本加大，这无疑会助长股份制度、股票市场失去个人投资者支持的程度。

我们的分析明显发现，目前中国股份制度和股票市场更多地类似于日本的情形，与欧美相差较大，而日本的现实已证明其股

份制度与股市的巨大不合理性和非效率性，这意味着在我国股份制度与股市发展中做出一定改革与创新的必要性。但这并不表明我国就得转向日本情况的反面，恢复到 18—19 世纪那种股份完全个人化、分散化的状态，因为即使欧美的股份制度，也与当初完全由个人股东和家族资本家支配的情形有了巨大变化，然而谁也不能否认，中国的资本尚未完成分散化过程。所以，在看到发展阶段差异性的同时，必须重视对股份制度予以本土化的创新。在此原则下，应当充分认识到法人股的产权模糊性，需要对法人股权进行革新，在有效解决内部人控制问题的同时，提升股市功能。作为相应的配套措施，必须给予所有股份相同的流通权，因为不能交易的产权将永远是不明晰的产权，因而也就永远难以通过市场交易实现财产配置效率的改进，当然，不明晰产权基础上的交易也永远是不公正的交易。

● 国有股减持的动因

减持国有股的目的究竟何在？减持国有股作为深化企业改革的一项重要举措，其基本目的在于，实现“政企分开”，转变企业的运行机制，使它们能够真正成为市场经济中的一个经济主体，为实现经济体制的根本转变奠定必要的微观基础。

据此，减持国有股不应简单停留在“减持”上，而应从政企是否分开、企业运行机制是否转变的实效出发，具体讨论减持国有股的数量关系。在实际过程中，与其各家国企各减少 10% 的国有股份，哪家都不能实现“政企分开”，不如将一部分国企的国有股份减少到足以实现“政企分开”的数量限度，先在这些企业中实现运行机制的转变。正所谓“伤其十指不如断其一指”。

国有股减持是在我国国有企业改革处于攻坚阶段的经济背景下展开的，其目的是从根本上解决我国资本市场中的上市公司股

本结构不合理及国民经济发展与改革过程中的重大课题。

表面上看，国有股减持是国家（或国有法人）以股东身份将其所持上市公司股份以适当方式和价格，部分甚至全部出售给其他投资者，以取得现金或其他形式财产权的一种市场交易行为，但实际上，国有股减持是政府的一项重大的战略性举措，必将对我国经济改革和证券市场发展产生重大而深远的影响。

国务院发展研究中心副主任陈清泰指出：减持国有股要实现多方面改革目标，不能为减持而减持。

陈清泰强调，国有经济的战略性调整，进一步深化国有企业改革，是“十五”期间的两项重要任务。这一轮经济结构调整是战略性调整，而不是适应性调整，更不是为减持而减持。通过这一轮调整，要综合地实现若干目标，其中包括改善国有经济布局、克服国有制的体制弊端、筹措资金解决历史遗留问题等。

国有经济的战略性调整要实现三个目标

1. 改善国有经济布局。要坚持国有经济有进有退，使国有资本向国家必须控制的、关系国家经济命脉的重要行业和关键领域集中，发挥其它所有制经济不可替代的作用。凡是民营经济愿意进入的，新增国有资本就没有必要再投入，具备条件时则可以退出，使国有资本更多地集中在天然垄断行业、涉及国家安全行业、提供公共产品和服务的行业，以及支柱产业和高新技术产业中的重要骨干企业。为改善国有资本的布局结构，国有投资机构是重要的运作主体，负有重要责任。

2. 改善企业股权结构。在保持国有经济的情况下，实现企业股权多元化是解决政企分开、使所有者权益到位的重大举措。这是企业走向市场、建立规范的公司法人治理结构的重要基础。对国有经济进行有进有退的调整，是实现股权多元化的重要契机，切不可放过机遇。有关政策原则和认识上的问题，党的十五大和十五届四中全会已经解决。在具体实施中，新的投资者如何

进入？如何建立法人治理结构？国有投资机构有很重要的责任。

3. 要通过减持国有股充实社会保障基金。在这一轮的战略调整中，将一部分国有股权转让（划拨）给社会保障基金，使社会保障基金成为新的国有投资者。由此可以得到两个好处，一是根据社保支付的需要变现部分国有股权，以保证支付；二是社保基金承受着社保支付的压力，有可能以资产的保值、增值为目标运作资产，充当一个真正的国有机构投资者。如果运作得好，对国有企业的制度建设会起到重要的促进作用。

国有经济的战略性调整要实现这三个目标，必须综合考虑。如果仅把减持放在第一位，目的就是为了减持，对其他方面缺乏考虑和安排，绝对没有好处。综合处理三个目标，使三个方面都能受益，对深化改革和“十五”规划的实现具有重大的意义。

实施国有股减持的战略意图

第一，是深化国企改革，实现国企战略性重组的需要。国企改革是我国市场化改革的攻坚目标。国企改革的出路是按照党的十四届五中全会的精神，实行战略性重组，它包括国企的结构重组、产权重组等。从结构重组来讲，国有经济应当从竞争性领域逐步、有序地退出，而我国目前的上市公司，除少数属于基础产业国家仍需保持控股地位外，其余的绝大部分为竞争性经济领域的企业，属于国家应退出的范畴。从国企产权重组来讲，虽然上市公司已经实现了产权多元化，但由于国有股份占股比例平均高达 62% 以上，国有股东一股独大造成了产权虚置问题难以根本解决，上市公司“内部人”领导，法人治理结构难以有效建立，从而制约了企业经营机制的根本转换，阻碍了公司经营效率和竞争能力的真正提高，因此，也需要通过国有股的减持来不断降低国有股份的比例，以真正实现上市公司的多元化和经营机制的根本转换。

第二，是拓展社会保障基金来源，以构建我国深化经济改

革、加速结构调整所需的深厚的民意基础和良好的社会环境的必要条件。我国的经济改革和结构调整不可避免地会带来某些社会阵痛，下岗和就业不足的问题将客观存在，如果不能及时建立起完善的社会保障制度，经济改革和结构调整就不会为群众所拥护，也就无法顺利推进。正如朱镕基总理所说“完善社会保障体系是治国安邦的大计，也是社会主义事业的根本制度建设”。目前，我国社会保障制度建设的当务之急是必须积极扩大社会保障基金的来源，以构建坚强的社会安全网。国有股减持是扩大社会保障基金来源的一条重要渠道。考虑到绝大部分上市公司为竞争性行业的企业，属于国家应退出经营的范畴，故实际可减持国有股份会更多。可见，国有股减持对增加社保基金来源有重大意义。

第三，是进一步规范和促进我国证券市场发展的需要。经过 10 年的快速发展，我国的证券市场已初具规模，并且为经济改革和经济发展做出了重要的历史性贡献。但是，我们也必须承认，目前我国证券市场还是很不规范、很不成熟的，其突出表现就是市盈率偏高，投机性太强，存在着很大的风险。这已成为制约我国证券市场进一步发展的严重障碍。究其原因，虽然众说纷纭，但国家持股比率过高，以及国有股份缺乏正规的退出机制不能不说是重要原因之一。首先，由于国家持股比率过高，企业转制难以彻底，企业竞争力及盈利能力难以大幅提高，使得上市公司的整体素质不高，多数企业不具备长期投资的价值；上市公司亦重筹资轻转制，视股市为圈钱场所，造成股市的转制和优化资源配置功能难以正常发挥。其次，由于上市公平总股本被人为分割成国家股、法人股和公众股，而国家股、法人股被确定为非流通股，禁止在证券二级市场买卖交易，因而人为地缩小了我国股市的流通规模，造成股市不正常的求大于供。股市平均市盈率长期维持在国际罕见的高水平上，不仅加剧了我国股市的投机性，

加大了股市的投资风险，也必将影响我国股市与国际资本市场的顺利接轨。可见，国有股减持也是我国证券市场规范、稳定、健康发展的重要前提之一。

● 国有股减持不会一蹴而就

减持国有股对证券市场既有压力，也有机会。根据有关数据计算，目前沪深两市国有股的市值约占沪深两市总市值的 62%。如果这些国有股全部流通，对于现有的流通股规模只有其一半左右的市场来说，无疑将会产生很大的压力。但是，国有股的逐步减持可以改变国有股一家独有的产权结构，实现投资主体多元化，使资源在市场力量下得到有效配置，上市公司也才能健康发展，市场经济才能从中受益，广大投资者的根本利益才能得到保障，资本市场才能更有效地发挥功能。

大鹏证券分析师认为，目前上市公司总股本中约有 70% 左右的股份属国有股，规模庞大。根据市场的供求关系，再结合一定的经济模型估算，若将国有股全部上市，深沪综指可能下挫 40% 左右；若推出 1/4，深沪股市可能下跌约 10%。

有人认为，国有股上市流通是中国证券市场的遗留问题，考虑到目前深沪股市平均市盈率约在 50—60 倍，而国有股当初均按面值 1 元人民币认购；确定国有股的减持比例及对其进行合理定价，以达到既不流失国有资产，又将其对二级市场的冲击降至最低的目的，难度相当大。

平安证券分析师表示，有关国有股上市的问题一直是悬在投资者头上的一把剑，有关传言不时成为股指下挫的诱因。一旦方案明朗，则一定程度上有助于消除投资人心头的疑虑，对股市的长远发展有利。在国有股流通涉及面太广，目前配套措施及准备工作不完善的前提下，国有股减持方案不会贸然全部出台，即使

出台也不会一步到位。

分析师一致认为，目前深沪股市容量实难承受巨大数量的国有股上市。因此，多数分析师提到，理论界对国有股减持的讨论由来已久，形成的方案亦有许多，包括将国有股折价，向原社会公众股东按一定比例配售或由公司进行回购，借鉴香港盈富基金的做法，以及成立社保基金认购国有股等。盈富基金是香港政府为维持联系汇率，打击国际游资对港元的狙击，于 1998 年 8 月动用外汇基金 1181 亿港元买入 33 只恒生指数成分股而形成的，该基金其后成功地减持了这些股份。

申银万国证券分析师表示，由于上述提到的方案在设计上均有一定局限性，且上市公司国有股的质地差异很大，因此管理层在推出减持方案时要有一定灵活性，在实际应用中几种方案配套使用的可能性较大。

一个方案的出台不可能解决所有问题，国有股减持的历程还有很长的路要走。

●八个减持原则和五个“配套”

国有股减持既是深化国企改革，促进我国证券市场规范、健康发展的需要，也是一个历史遗留问题，且政策性非常强，具有相当的操作难度，因此，实施国有股减持方案时，应遵循一定的原则。

1. 公开、公平、公正的原则。由于上市公司国有股、法人股的流通问题一直就是我国证券市场上十分敏感的话题，因此，国有股、法人股上市流通的任何形式都必须坚持公开、公平、公正的“三公”原则。

公开就是指流通方式必须公开化，提高操作上的透明度。要将有关国有股减持的计划、进度、具体方式、定价原则和方法等

内容，尽量详尽地披露，使得市场有机会作出判断和反应。

公平就是指与国有股、法人股流通有关的当事方都必须具有平等的法律地位，相应的权益能够得到公平的保护，不以损害任何一方的利益为条件。目前大多数上市公司的第一大股东都是国有企业，这些企业在配售自己持有的国有股时，如果只是从自身的利益出发，就有可能损害广大投资者的利益。因此，国有股配售的价格、数量的确定要充分考虑新老股东的承受能力。

公正就是政府的有关部门必须在现有法律、法规的基础上，给予有关的当事方公正的待遇，既不能站在国有资产所有者的立场上，损害广大投资者的利益，也不能以维护市场的稳定运行为由而损害国家的利益。所有投资者不论其身份是国企还是民企，是机构还是个人，都有平等参与国有股减持申购的权利，政策上不应有歧视或倾斜。更进一步讲，普通投资者，特别是“老股东”应该享有优先认购国有股的权利或相对特殊权益。

2. 有利于市场稳定的原则。截止到 2000 年 7 月 10 日，我国股票市场总股本为 3738.68 亿股，其中非流通股份为 2494.42 亿股，占到总股本的 66.72%，并且绝大部分是国有股。毫无疑问，现有的股票市场的需求将无法承受如此巨大的国有股、法人股流通的冲击。

因此，国有股、法人股上市流通的任何途径必须有利于证券市场的平稳运行，这样才能从根本上保护投资者的利益，给投资者以投资信心 and 安全感。如减持最初实行的配售办法是向现有的流通股股东、证券投资基金以及证券承销商配售，为了有利于市场的稳定运行，必须扩大配售范围，如向上市公司的职工、社会法人、包括国内外的战略性投资者配售（向外资配售应限制一定的比例），同时规定他们所持有的股份按一定比例逐年上市流通，存量发行方案自然也有同样的问题。

3. 国有资产保值增值的原则。根据统计，以 2000 年 7 月 5