



国有股减持的四个基本原则

文章作者：王国刚

对中国来说，减持国有股是一项复杂艰巨而又涉及面很广的系统工程。2002年6月出台的上市公司国有股减持政策，在勉强推行了4个月，于10月份被暂停执行，又于2002年6月24日最终被停止。在这个过程中，中国证监会从社会各界提出的4000多件议案中归纳整理出了7类16种上市公司国有股减持的方案，但有关方案尚在征求意见中就受到了市场的“否定”。为何国有股减持如此一波三折？笔者认为，问题在于将以往的思路简单局限于减持方案的研讨上，未能从弄清上市公司国有股减持的深层特性入手，理清国有股减持的基本原则，达成各方的共识。换句话说，如若各方能够在减持国有股的基本原则上达成共识，减持方案既易于形成也易于实施，因此，解题的关键不在于具体的减持方案，而在于减持的主要原则。上市公司国有股要能够顺利而切实地减持，必须以确立四个相互关联的原则为基本前提：

一、尊重历史：确立“不与民争利”的原则

减持上市公司的国有股，首先涉及到运用何种机制决定国有股的减持价格？从1998年以来，在上市公司国有股减持价格的决定机制上，就始终存在两种完全不同的取向：一是按市价原则确定国有股的减持价格。其内在根据是，中国既然已经以建立市场经济新体制为目标，股市又是一个由市场原则支配的交易场所，那么，减持国有股的价格由市场机制决定就是理所当然之事，这也符合股权平等的原则。2002年初，中国证监会提出的国有股减持方案 征求意见稿 也建立在这一立论之上。二是按历史原则确定国有股的减持价格。其内在根据是，上市公司国有股的净资产是在公司发行股票中通过高溢价方式获得的，多年来股市运行过程中的高股价又是在国有股不可流通的状态形成的，在这种背景下，如果选择按市价减持国有股，国有股东以低成本股份进入股票交易市场，就不仅将不公平地获得巨额差价收入，使投资者蒙受巨大损失，而且将打乱股市运行的态势。持前一种观点的人认为，后一种观点缺乏经济理论的支持，在立论上难以达到“以理服人”形成共识；后一种观点认为，前一种观点缺乏实践的可能性，在立论上近乎空谈。笔者支持后一种主张，认为上市公司国有股减持应贯彻“不与民争利”的原则，主要理由有三：

第一，在1992年以后的历史中，在行政的强制机制作用下，国有股已获得了巨额的资产收益，没有必要再与民争利。在上市公司国有股的形成历史上，有三个事件直接引致了国有资产价值的超常规增加：

其一，清产核资。1992年以前，国有企业实行的都是资金平衡表体系，根本没有资本、净资产等概念，而在1984年以后实行“拨改贷”“投改贷”的政策又决定了它们的绝大多数资产均由银行贷款等债务性资金形成。1992—1995年间，按照中央统一部署，国有企业普遍展开了清产核资工作。在清产核资中，各种固定资产的价值基本按照重置成本法进行评估计价。所谓“重置成本”，在清产核资的规定中，是指按照80年代以来的物价上涨程度来重新确定固定资产价值。在这个过程中，资产总值大致上升了50%以上，一些早已折旧完毕或已不能使用的机器设备、厂房等固定资产不仅具有了新价值而且新价值的数额甚至超过了原先的购买价。由于银行贷款等债务性资金依然按账面价值计算，所以，将清产核资后的资产总值减去负债额，就得出了国有企业净资产的数额。在此基础上，国有企业开始实行资产负债表体系，也就有了可供后来折为股份的第一笔净资产。由此可见，国有企业第一笔净资产 从而资本 是通过用重置成本方法评价而形成的。

其二，资产评估和折股。在设立股份有限公司以前，根据有关规定，国有企业必须进行资产评估。资产评估针对全部资产展开，并加入了无形资产部分。在“防止国有资产流失”的背景下，经过资产评估，国有企业的资产总值大多上升了30%—50%，而按账面值减去负债额后，净资产的增长幅度就更大。在此基础上，再进行折股，确定股份数量。如果说在1994年以前，国有企业改为股份公司中的净资产折股尚没有明文规定，因此，高于2 : 1的折股个案尚能找到的话，那么，在1994年11月3日国家国有资产管理局出台了《股份有限公司国有股权管理暂行办法》以后，按其中第12条的规定，国有净资产折股比例不得低于65% 即每1元净资产折为股份的数额不得低于0.65股，国有净资产的折股比例就不可能再超过1.5 : 1的了。在这个过程中，显而易见的情形是，国有净资产增加和国有股的形成，一方面是资产评估增值的结果 其中，值得一提的是，所谓“商誉”等无形资产的价值评估，尽管不增加企业的1分钱的销售额和1分钱的利润，但确实大幅增加了国有净资产数额，另一方面是国有净资产低价折股的结果。

其三，发行新股。1992年起，股票发行实行指标制并重点向国企倾斜。实行指标制有种种理由，但客观效果是造成了股票的严重供不应求，由此形成了高溢价发行股票的格局。在此背景下，一旦公开发行股票，上市公司中的国有净资产数额就猛然增加。假定，某一国企原有净资产1.5亿元，折为1亿股，然后，向社会公众首发0.5亿股，发行价为6元/股，获得资金3亿元，由此，该公司发股后净资产为4.5亿元，股份总额为1.5亿股。由于在股份公司中，各个股东是按照他们各自持股的比例来计算所占净资产数额的，所以，国有股占有的净资产从原先的1.5亿元上升到3亿元，而社会公众股占有的净资产从投资购股的3亿元减少到1.5亿元。类似的情形，在国企上市公司的配股、增发新股等过程中进一步发生。就此而言，上市公司中的国有净资产是通过高溢价发股而大幅增加的。

从上述三个事件中不难看出，上市公司中的国有净资产 从而国有股 从无到有、有小变大依靠的主要是行政机制和政策优势，并在非市场过程中形成，因此，已得到了足够多的益处，没有必要在“减持”中再与民争利。

第二，国企上市公司在发股募资后，由于各种原因，不仅严重浪费了募股资金的效益，而且严重浪费了募股资金的本金，因此，已没有理由在“减持”中再与民争利。

从国企上市公司运作来看，如果国企上市公司能够按照《募股说明书》中披露的公司盈利水平和发展前景来有效运作募股资金，上述

三个事件所导致的国有净资产从而国有股的高幅增值本来也可存而不论，但可惜的是，大多数国企上市公司都忙于“圈钱”而忽视了“股票是各种融资工具中成本最高的工具”。所谓“圈钱”，主要指的是上市公司在不重视股东权益条件下不负责任地使用募股资金的状况。就资金状况而言，主要事件有四：

其一，上市公司的募股资金大量被母公司占用。在这一场合，不仅这部分募股资金无助于上市公司的经营业绩提高，而且由于与募股前相比，上市公司的股份总额有了较大的增长，所以，在运作资金的效益增长低于股份增长比例的条件下，股份收益水平呈下落走势。无需讳言，在这个过程中，母公司通过各种方式将优良资产注入上市公司的现象也时有发生，但就总体而言，选择这一举措的主要目的是为了使得上市公司经营业绩能够符合配股、增发新股等的规定，因此，更多的不是考虑如何提高上市公司的发展潜力而是考虑进一步“圈钱”。

其二，通过关联交易，上市公司的资金大量转移到母公司手中。上市公司与母公司之间的关联交易有种种情形：一是资产的关联交易。公司上市后，运用募股资金“收购”母公司的不良资产。这在“国企解困”政策的支持下频频发生。二是业务的关联交易。母公司通过与上市公司之间的上下游产品交易或竞争性产品转移等方式，将本来应由上市公司得到的利润转入母公司帐上，使上市公司账面盈利水平“控制”在母公司许可的范围内。三是品牌的关联交易。母公司通过将与上市公司共用的商标、商号等高价卖给上市公司，一个商标的卖价可达几亿元乃至十几亿元，将上市公司的资金转移给母公司。此外，投资的关联交易、成本的关联交易等情形也时有发生。

其三，一些地方政府部门运用行政机制强求上市公司投资于政府部门安排的投资项目，如市政建设、基础设施建设、解困工程、首长工程等等，使上市公司的大量募股资金处于低效、无效甚至亏损的运作态势中。

其四，上市公司乱投资。相当多国企上市公司的高管人员视募股资金为无偿资金，认为既然投资入股的风险由股东自己承担而企业经营运作又客观上存在着各种风险，那么，募股资金即便损失了也在情理之中，因此，对募股资金的使用不需珍惜。一个突出的现象是，相当多的上市公司获得募股资金以后，以各种理由来改变募股时公开披露的资金投向，而由于国有股占控股地位又使这种改变募股资金投向的议案在股东大会上能够顺利通过。据统计，2000年有154家上市公司改变了募股资金投向，2001年则有233家上市公司进行了251次变更募股资金投向。

这四方面事件普遍且持续发生的一个直接结果是，社会公众投入了大量资金来支持上市公司的经营运作，但这些资金在相当大的程度上不仅没有给投资者带来应有的投资回报，而且发生了本金的巨额损失。一个简单的事实，多年来，绝大多数上市公司提供的股利回报远远低于《募股说明书》中披露的投资效益，上市公司整体的每股收益水平逐年降低，同时，每年进入亏损行列的上市公司数量快速增加。在发生了这一系列严重损害公众投资者权益的事件后，在不讨论对这些损失予以“补偿”的条件下，再强调国有股减持价格应遵循市场“公平”的方式来确定，与民争利，实在是缺乏投资者可接受的理由。

第三，不与民争利，对国有资产来说，既没有什么损失，也不导致国有资产流失。一些人强调，在国有股减持中应贯彻“不与民让利”的原则。这实在是缺乏道理。

其一，如上所述，在10多年的历史中，就总量关系而言，屡屡发生的事件是，国企上市公司借助政府部门的行政机制和政策优势通过资产评估、高价发股、低效使用募股资金等方式直接或间接地从公众投资者手中获得巨额利益，并未发生过“与民让利”的事件。因此，从历史的角度说，谈不上“与民让利”问题。

其二，所谓“不与民争利”，指的是上市公司的国有股按照不高于净资产/股的价格减持。在这个过程中，国有股的利益并没有减少，因此，也谈不上“与民让利”。

值得指出的是，那种认为“按净资产/股来减持国有股”的观点缺乏理论根据的认识是有失偏颇的。一方面从经济理论中看，中外任何一本有关证券投资或股票价格的教科书都有关于净资产决定股票价值的专门知识和原理，这恐怕不能说不理论；在上市公司财务分析中，“净资产”、“每股净资产”、“净资产收益率”等都是财务理论的基本概念，这恐怕也不能说不理论；托宾Q理论中的“资产净值”虽与净资产有一定的差别，但也以净资产为基础，这恐怕还是不能说不理论。另一方面，从股市实践来看，“净资产/股”是投资者在分析股票投资价值时的重要指标，也是中国证监会在核准上市公司首发、配股和增发新股的重要指标，既然实践决定理论，那么，这些实践是否也决定了“上市公司国有股的价值是由其净资产决定”的这一原理呢？显然，在国有股减持价格上不见得只有按照市价减持才符合经济理论的规范。

其三，股市中的资金是公众投资者投入的，股票市价高于净资产/股的差额部分是由这些资金所形成的，并非由净资产/股所构成的。这一结构决定了，如若按市价减持国有股，就将使公众投资者的大量资金转为政府财政资金，这不论对股市的稳定发展还是实现国有股的真实减持都是极为不利。2001年7月以后，在国有股减持的背景下，股指大幅下落就是一个明证。反之，如若按净资产减持国有股，则国有资产没有什么损失，而公众投资者在利益不继续面临损失的条件下也容易接受，由此，国有股减持可以落到实处。从这个意义上说，“不与民争利”的实践含义是，国有股减持不应以获得股市差价收益从而将公众投资者投入股市中的资金转为政府财政资金为取向。

二、承认现实：确立“谁持有则减持收入归谁”的原则

上市公司国有股减持以减持“国有股”为对象，因此，众多研讨和减持方案也将“国有股”作为一个没有内在差别的股份总量来看待。在2001年6月国务院出台的国有股减持政策中更是将“国有股”一律视为中央政府持有的股份，要求减持国有股所获得的收入一律归中央账户如社保基金。但事实上，这种认识是错误的。在上市公司中，国有股是相对于法人股、社会公众股等的一个总概念。如果从持有人角度进行划分，国有股大致可分为三类8种：

第一类为国家股。国家股是指由国有资产转变而来又没有明确由哪个法人机构持有的国有股。1994年11月3日，国家国有资产管理局出台的《股份有限公司国有股权管理暂行办法》第二条中规定：“国家股是指有权代表国家投资的机构或部门向股份公司出资形成或依法定程度取得的股份”。据此，在现实中，国家股实际上可划分为3种：中央政府股、省级政府股和市级政府股。10多年来，各级政府部门也是按照这种对应关系，一方面对所属国企上市公司的董事、监事和高管人员的任职资格进行审查、任免、调动和处分，另一方面在国企上市公司分配股利时，将股利收入本级财政部门。党的十六大报告明确指出：“国家要制定法律法规，建立中央政府和地方政府分别代表国家履行出资人职责，享有所有者权益，权利、义务和责任相统一，管资产和管人、管事相结合的国有资产管理体制。... 中央政府和省、市、地、两级地方政府设立国有资产管理机构”由此，国家股具体划分为中央政府股、省级政府股和市级政府股将成为制度规定。无庸赘述，各级政府的具体情况和具体要求不尽相同，这决定了这些股份不可能在“国有股”的统一名称下按照一个实施方案展开减持的具体运作，也不可能将减

持收入一律划归中央政府。

第二类为国家法人股。国家法人股是指由上市公司的母公司（如集团公司）持有的国有股，其形成路径主要由二：一是一些大型国有企业集团将其所属的一个（或一部分）企业改制上市，由此，这些上市公司中的国有股直接由集团公司持有；二是在国有资产授权经营过程中，一些上市公司的国家股被授予某个集团公司持有并授权由这个集团公司经营。据此，国家法人股可分为2种：原始的国家法人股和授权的国家法人股。就股权性质而言，这两种国家法人股没有多少差别，但在实践运作中，它们则有着一些重要不同。例如，对原始的国家法人股来说，由于上市公司原先属于母公司的一个分厂或车间，是母公司整体经营不可缺少的组成部分，所以，一旦国家法人股减持到母公司可控制的比例以下，经营活动的整体关系就可能发生较大的（甚至是实质性的）变化；而对授权的国家法人股来说，此类问题相对较少，除非在国家股划入后，母公司对所属上市公司与其他企业之间的产业进行了整合。

第三类为国企法人股。国企法人股是指国有企业以发起人身份直接投资入股于上市公司或通过协议转让“收购”上市公司国有股而持有的股份。根据资金来源和持股来源的不同，国企法人股可分为3种：国企发起人股、职工法人股和国企收购股。其中，国企法人股是指在上市公司改制为股份有限公司时国有企业以法人的身份直接投资入股于上市公司而形成的股份；职工法人股是指在上市公司改制为股份有限公司时国有企业通过内部职工集资而以企业法人身份将这些资金投入上市公司所形成的股份；国企收购股是指国有企业通过协议转让等途径“收购”上市公司中的国有股而持有的股份。这3种国企法人股形成的机理不同、利益关系不同，内在要求也不尽相同。但有一点是共同的，这些国有股减持的收入不能简单划入政府财政。

“国有股”概念之下所存在的三类8种股份的格局，决定了要有效实施国有股减持，就必须注意处理好各种国有股持有人之间的“公平”问题，其中至少包括两方面的问题：

第一，投资与收益的关系。不论是哪种国有股都存在着投资与收益的对应关系问题。从国家股来说，在几十年的历史中，国有企业的归属曾发生过多次变动，各级政府财政为支持所属国有企业的发展也曾进行过诸多投资，如今在国有股减持的总概念之下，如果不考虑到各级地方政府的利益要求，不仅不合情理，而且将促使一些地方政府加快逆向选择步伐。例如，2001年6月以后，随着国有股减持政策的出台，有的地方政府已感到按此方案走下去，不利于本级财政利益，因此，提出了这样一种备选方案：今后国企改制上市前，先尽可能多地将国有股协议转让给其他机构，将获得的资金留在本级财政。另一方面，国有股减持很难运用行政机制来强制实施，由此，如果不能“公平”地处理好投资与收益的关系，对国家法人股、国企法人股的持有人来说，既然减持国有股的收入不进入他们的财务，那么，他们最简单的选择就是“不减持国有股”，这样做至少可以保证每年得到对应的股利分配收益。对地方政府来说，这种选择在相当多场合也是成立的。

虽然说国有股减持后的资金分配属国有经济内部事务，但因国有股减持的步速和后果直接影响到国企上市公司的经营运作规范化和股市规范化建设，所以，如果发生这样一种情形，就将使国有股减持流于形式：国有股减持政策，没有公平地考虑到国有股各类持有人的权益，要求将国有股减持收入划归中央账户（如社保基金），使各种国有股持有人认为，与其减持国有股还不如继续持有国有股（即不卖出国有股）更加有利，从而，形成减持国有股的政策“雷声大”而实际减持的步伐“雨点小”的格局。

第二，资本数量和财务关系的处理。对国家法人股和国企法人股的持有人来说，如果减持国有股后的资金不归入他们的财务收入范畴，至少将发生四个问题：

其一，公司资本数量或净资产数量变动。例如，某个国有企业持有上市公司的国有股1000万股，其注册资本4000万股。在这1000万股的国有股减持收入上划到中央账户后，对这家国有企业来说，就面临两种财务处理：一是在企业的公积金（包括资本公积金和盈余公积金）大于1000万元的条件下，通过核减企业的净资产数量来冲销“长期投资”的减少；二是在公积金数额少于1000万元的条件下，通过核减企业注册资本数额来冲销“长期投资”的减少。在这种财务处理中，一方面企业资本数量核减，需要重新进行工商登记注册，从而，应有相应的法规为依据；另一方面，企业净资产核减必然影响到财务资料的连续性，从而，也要有对应的法规予以配套。换句话说，如果没有配套的法规政策出台，仅仅由于财务处理的困难，国有股减持就很难落实。

其二，公司资产负债状况变动。对国家法人股和国企法人股持有人来说，国有股在企业账面上对应的是净资产运用，即《公司法》中规定的对外投资总额不得超过净资产的50%。一旦国有股减持收入不回归到他们的财务帐上，在资产负债率居高不下的条件下，就意味着这些企业的资产负债率进一步上升，由此，使这些企业的信用能力进一步降低，财务风险进一步加大，从而，向银行申请贷款或通过其他途径融入资金的难度更大，给企业的经营运作带来严重影响。对那些以所持上市公司国有股为质押从银行获得贷款的企业来说，国有股减持收入不回归到财务帐上就意味着这部分资产和对应贷款资金的双重减少。

其三，公司经营效益和经营规模变动。国有股减持不回归到持有人的企业财务帐上，直接意味着这些企业经营的资产规模缩小和从这些国有股中获得的股利收益丧失，由此，考核和统计的各项经济指标都将发生对应的变动。

其四，职工投资款的回收。在职工法人股状况中，以国有股名义出现的股份实际上是由国企职工投资形成的。不论当初职工集资并以国企名义投资于上市公司是否符合规范运作，只要这些国有股的减持收入不能回到国企并归还给职工，就可能引致一系列严重的问题。

“国有股”范畴内部的复杂关系决定了，要保证国有股减持的顺利实施，就必须注意处理好各种国有股持有人之间的公平关系，给他们以必要的利益“补偿”，为此，在国有股减持中，必须承认国有股持有人的现实状态，贯彻“谁持有减持收入就归谁”的原则。

三、减持数额：确立“改变国有股‘一股独大’格局”的原则

“减持国有股”是一个有着丰富内涵的命题，就1家国企上市公司来说，国有股减持的数量关系至少包含了全额减持、减持至控制力之下和部分减持而不丧失控股权（包含第一大股东）等三种情形。具体来看，国有股减持应达到三个目标：

第一，上市公司的规范化建设。从10多年来国企上市公司的经营运作状况来看，在国有股“一股独大”的背景下，国企运行中的三个机制继续发挥强力作用：

其一，国企上市公司仍然是带有很强行政性色彩的机构。

其二，职工的利益要求占居重要地位。一个突出的现象是，相当多国企上市公司的职工收入和福利待遇随着公司上市而成倍增加，但公司经营效益却逐年下滑。

其三，拿他人的财产冒险。在国企经济关系中，高管人员不是财产的所有者却是财产使用的决策者，长期的经营活动使他们形成了一种乐于花钱而不重视财产所有者要求从而资金价值的习惯。在国企上市后，这种状况并未发生根本改变。一个突出的现象是，相当多国企上

市公司的高管人员缺乏机会成本概念，在投资前常常缺乏对可投资项目的风险—收益关系进行充分的可行性研究，继续依靠感觉 或拍脑袋 来确定投资资金的运用，一旦投资失误，就以“交了学费”一言之了，结果是不仅大量募股资金浪费在“乱投资”之中，而且公司上市后的每股收益逐年下落。

在中国股市中发生的上市公司不重视中小股东权益、经营业绩大幅滑坡、财务作假、信息披露不真实、与其他机构联手操纵股价等诸多现象，均与上述三个机制的作用直接相关，因此，要规范上市公司行为和股市运行，就必须改变国有股“一股独大”的股权格局，彻底消解行政机制直接介入上市公司经营运作的财产基础。

第二，股市的规范化建设。中国股市是一个相当不规范的市场。所谓“不规范”，指的是受计划经济机制的影响和制约，股市中存在着大量不符合市场经济规范的现象。在10多年的股市发展中，下列现象的发生与国有股(或国有资产)直接相关：

其一，法律法规不公。为了支持国有经济发展，从1992年的《股份有限公司规范意见》到1994年的《公司法》再到此后的一系列法规政策都主要考虑国有企业的要求和状况而制定，其中，相当一些条款直接将有关融资权力赋予国有企业或对国有企业实行“优惠”。

其二，发股上市政策向国有企业倾斜。在财政缺乏足够资金来继续支持国有企业发展而继续利用银行贷款来扩展国有企业经营又将引致金融风险过大(尤其是，国有企业资产负债率居高不下)的条件下，利用股市的集资功能来给国有企业“输血”就成为支持国有经济发展的一个重要政策选择。如果说实行按计划指标发股，在1993年以前还主要是为了避免“乱发股”现象的话，那么，在1995年以后就已成为利用行政手段来支持国有企业集资的政策要求，而在1997年以后更是直接成为服务于“国企解困”的政策措施。正是在这样一种政策环境下，在12000家A股上市公司中国企上市公司占到了80%以上。

其三，股市价格难以均衡。由于占上市公司总股本约2/3的国有股、法人股不可流通，可交易的社会公众股“股盘”较小，由此，在四个机制的作用下，股市价格长期波动不稳：一是股市的资金供给明显大于可供交易的股票数量，从而，股票价格、市盈率等长期居高不下。二是决策层为贯彻其意向而通过不时出台政策来“调控”股市走势，使中国股市走势与经济走势相分道，呈现出“政策市”的基本特征。三是一些机构通过场外交易以大大低于市价的价格协议收购国有股、法人股，入主上市公司；其中，一部分机构又通过利用控股权、资产重组、内幕交易等方式，将个股价格炒高，获得收益以补偿收购国有股、法人股的成本支出。四是上市公司利用内幕信息与一些机构联手，操纵其个股价格，期望用炒股利润来弥补经营成本和填补经营利润。

其四，证券监管处于“执法难严”的境地。由于国企上市公司处于政府行政系统的“保护”之下，相当一些不规范行为直接或间接地与地方政府部门利益相关，而证券监管的强化又必然要影响到相关上市公司及地方政府部门的利益，因此，在一些重大事件处理中，不仅调查取证困难重重，而且形成处罚决定也遇到诸多阻力 有人甚至认为，对国企上市公司的处罚，将导致国有资产流失 。

显而易见，不解决上市公司中的国有股“一股独大”问题，要达到股市规范化运行的目标是极其困难的，要化解股市不规范所形成的风险也是极其困难的。

第三，国有资产的产业分布。国有资产主要是由财政投资形成的，而财政收入主要来源于税收，因此，从资金来源角度说，形成国有资产的投资资金实际上是由纳税人无偿地提供给政府的。在经济领域中，政府部门的主要功能是稳定并改善经济生活秩序、维护公平竞争的市场环境、保障经济增长，通过财政投资而形成国有资产也基本服务于这些功能的发挥。鉴此，国有经济应“有所为有所不为”，一方面从完全竞争的产业部门退出，推进政府部门职能的转变，另一方面，集中国有经济的资源服务于政府部门功能的发挥，由此，改变国有资产介入各个产业部门所造成的市场竞争不公平而国有资产又未能有效履行其经济职能的状况。

应当看到，中国加入世贸以后，政府部门继续运用行政机制来“支持”竞争性领域的国企上市公司已不符合履行入世承诺的要求，同时，国内市场上的国际竞争格局形成也不允许我们用太多时间来实现国有经济从竞争性领域的缓慢退出。

鉴于上述这些因素，在减持国有股中，值得认真重视的：一是在竞争性领域中，最低限度应将国企上市公司的国有股一次性地减持至第一大股东之下，使国有股不再成为行政机制介入上市公司的财产基础；而最佳选择则是，国有股的一次性全部减持。那种“按10%的比例逐步减持国有股”的政策思路，是错误的。二是在非竞争性领域 如公用事业 中，国企上市公司的国有股可以根据政府部门意向选择比例减持、不减持甚至增加等方式，以利于国有经济的“有所为”。三是从股市的公平原则来说，上市公司国有股减持的市场含义应是“国有股的全额可流通”。因此，那些属竞争性领域中的国有股可流通、非竞争性领域中的国有股也应实现完全可流通。

四、防范风险：确立“减持与全流通同步实施”的原则

“减持国有股”与“国有股全额可流通”这本来是同一过程的两个方面，因此，没有分别研讨的必要。1998—2002年间有关国有股减持的研讨始终将这两个问题视为一个过程，2001年6月出台的国有股减持政策也将这两个问题作为同一过程看待。但是，2002年6月出台的停止国有股减持决定中却明确指出，在国有股减持政策停止执行后，国有股的协议转让仍可继续进行，这实际上意味着“国有股减持”与“国有股全额可流通”将分为两个过程展开；此后，2002年11月，中国证监会和国家经贸委联合发文，准许外资购买上市公司中的国有股，则更是意味着外资收购国有股与这部分股份的全额可流通必然将分为两个过程而展开。

通过协议转让而将“减持国有股”与“股份全流通”分为两个过程来展开，在客观上由两方面因素所决定：一是有关国有股减持的具体方案在近期内难以出台。从十六大关于国有资产管理体制改革的要求看，拟定以至出台有关中央政府和省、市 地 两级地方政府享有所有者权益的法律法规需要一段不短的时间，按照这些法律法规再设立三级国有资产管理机构也需要一定的时间。在此背景下，即便各有关方面对国有股减持的具体方案已达成共识，这一方案的实施也需要待新的国有资产管理体制建立后才能有效实施；更不用说，在新的国有资产管理体制尚未建立，省、市 地 两级地方政府的所有者权益尚未明确的条件下，国有股减持的具体方案实际上是难以真正形成的。二是现实经济运行中的“两个转变”不可能等待。转变经济增长方式和转变经济体制 即“两个转变” 是1996年以来就一直实施的重大经济决策。要实现这两个转变，推进国有经济的“有所为有所不为”和国有企业的建制转机，国有股的转让就不可能停止。事实上，在2001年6月出台国有股减持政策之前，上市公司国有股的协议转让和拍卖转让也一直在进行中。从这一角度来看，上市公司国有股的协议转让是一个不得已而为之的选择，它更多是着眼于“实现两个转变”的需要。

但值得注意的是，上市公司国有股协议转让 或拍卖转让 具有将“国有股减持”与“股份全流通”分割为两个独立过程的功能，由此，将使这部分在日后迈入“全流通”进程更加复杂困难，同时，也将使为实现转让的国有股部分通过全流通方式减持更加复杂困难。具体来看，以

下几个问题是需要特别关注的：

第一，国有股转让价格的负效应。受两方面因素制约，近年来已发生的国有股转让价格均高于净资产/股：一是在“防止国有资产流失”强制影响下，前些年国有资产管理部门出台的有关国有股转让政策中明确规定，国有股转让价格不得低于净资产/股，由此，净资产/股实际上成为国有股转让价格的最低线；二是在上市公司国有股转让中，转让价格通常以交易价格为重要的参照系，买方在很大程度上是看中了转让价格与市价的差额，卖方也十分关心这一差价 以避免被误解为造成国有资产流失 。如若以高于净资产/股的价格转让上市公司国有股成为一种惯例，则意味着日后要出台按照不高于净资产/股的价格减持国有股的政策，既不符合国有股的转让实践状况，也极难令各方面人士达成共识。

第二，股份全流通的难度明显增大。在“国有股减持”与“股份全流通”分为两个过程的条件下，通过协议转让 或拍卖等 途径，上市公司的国有股转移到法人机构 包括外资机构，下同 手中，就这一过程而言，“国有股减持”是实现了，但这部分的全流通问题并没有解决，反而比国有股未减持条件下更为困难了，主要原因有二：

其一，转让价格成为解决股份全流通的难点。在国有股未减持条件下，净资产/股有可能成为减持国有股的价格基础，主要理由有二：一是在国有股形成的历史过程中，国有经济已获得了足够多的利益；二是政府部门不是一个以盈利为目标的机构，为了股市的稳步发展和规范化建设，在国有股减持价格做出“不与民争利”的决策是可行的。但当国有股协议转让后，对持有这些股份的法人机构来说，情况就完全不同了。一方面这些法人机构通过协议转让所获得的股份，是实实在在付出足额资金的。在这个过程中，他们并没有“已获得足够多利益”的问题。另一方面，他们都是以盈利为目的的经营机构，不能要求他们贯彻“不与民争利”的原则。由于转让价格是这些机构出售股份的价格底线，按此价格卖出股份，对他们来说，意味着从购入股份到卖出股份期间的投资处于无收益状态，即机会成本极大，所以，在正常情况下，这部分股份要实现全流通，其价格就应高于转让价格。这样一来，要按照净资产/股的价格减持这部分股份就几乎不可能了。

其二，股市投资者难以接受按市价实现这部分股份的全流通。在转让价格之上出售这部分股份，实际上就是按照市价出售股份。2001年7月以后的实践证明，对股市投资者来说，按照市价接受这部分股份的全流通是不可能的。由此，在原先国有股全流通中的股市投资者与政府部门之间的利益反差转化为股市投资者与以协议转让价格“收购”国有股的法人机构之间的利益反差的背景下，这部分股份的全流通不免陷入这样一种两难境地：一方面股市投资者无法接受按照市价实现这部分股份全流通，所以，如果要运用政策机制强行实现这部分股份的全流通，股市投资者通过“用脚投票”就将使股市处于大幅下落的走势状态。在这个过程中，股市投资者的利益将受到严重损失，而持股的法人机构也未必能够获得出售股份的有利时机，其结果，即便不是“两败俱伤”，也很难形成“一方有利”的格局。如果股市因大幅下跌而“大伤元气”，那么，后果就更加严重。另一方面，如果说在减持国有股过程中政府部门还可以运用行政机制在“不与民争利”的基础上形成原则一致的减持价格的话，那么，在协议转让后，由于这部分股份已由各个不同的法人机构持有，同时，他们持有这部分股份的价格、时间和意向不尽相同，由此，在这部分股份以何种原则定价以实现全流通的问题上，政府部门就很难再运用行政机制来调解股市投资者与持股法人机构之间的利益反差了；但是，离开了政府部门的调解，受股市投资者和法人机构之间在全流通价格上的利益反差制约，这部分股份的全流通又难以实现。

第三，大量股份不可流通的状况不能久拖不决。2/3股份不可流通的状况，不仅严重影响了“同股同权”原则的贯彻，而且严重影响了股市规范化建设和国际化进程。

解决不可流通股的全流通问题，是防范股市风险的重要机制。要避免因“国有股减持”与“股份全流通”分为两个过程所引致的一系列问题和股市风险增大，就必须确立“国有股减持”与“股份全流通”同步解决的原则，在制定国有股减持方案中充分考虑解决“股份全流通”的问题。

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所