

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 9615023

UDC: _____

学 位 论 文

国有股流通问题及解决方案浅析

郑 晓 东

指导教师姓名: 孟林明 副教授
申请学位级别: 硕 士
专 业 名 称: 工商管理(MBA)
论文提交日期: 2001年11月
论文答辩日期: 2001年12月
学位授予单位: 厦 门 大 学
学位授予日期: 年 月

答辩委员会主席_____

评 阅 人_____

2001年11月

论文摘要

国有股的流通问题一直是影响我国经济改革深化和证券市场持续健康发展的一把悬剑，然而管理层对这一问题也一直保持“押后再审”的态度。其中，最主要的原因是，庞大的国有股流通将对还不成熟的中国证券市场产生强大的冲击。因此，寻找一条既不影响证券市场健康发展，又能有效解决国有股流通问题的途径，是当前我国证券界面临的最为紧迫的任务之一。

本文回顾了我国上市公司国有股的形成及带来的问题，分析了现行国有股减持的方式及一些创新方案，提出了总体思路——明确目标、确定价格、阻止新增问题、逐步处理历史遗留问题，彻底解决国有股的流通。

本文共分四章：

第一章主要介绍了我国证券市场股权结构的历史沿革及遗留问题。

第二章主要就我国现有国有股流通方式进行分析。现有国有股流通方式包括：协议转让，国有股配售和国有股回购。

第三章主要对我国上市公司国有股流通创新方式进行分析，主要针对建立健全基金管理、“股转债”方案、转为优先股等方案。

第四章提出了我国国有股流通的总体思路，探讨了目前国有股流通须具备的外部环境、难点问题、应遵循的原则以及政策建议。

关键词：国有股 股票市场

Key Words: State-owned Share Stock Market

目 录

前言	1
第一章 我国证券市场股权结构的历史沿革及遗留问题	3
1.1 我国国有股、法人股的形成	3
1.2 我国证券市场股权结构的现状	3
1.3 国有股不流通的弊端	4
第二章 我国上市公司现有国有股流通方式的分析	12
2.1 协议转让方式的利弊分析	12
2.2 国有股配售的分析	12
2.3 国有股回购对股市的影响及利弊分析	15
2.4 对增发配售方式的分析	21
第三章 我国上市公司国有股流通创新方式分析	23
3.1 利用基金业的开放解决国有股流通的方案	23
3.2 国有股“股转债”思路	28
3.3 部分国有股转为优先股	29
第四章 国有股流通的总体构想	33
4.1 国有股流通须具备的外部环境	33
4.2 我国上市公司国有股流通的难点	35
4.3 国有股流通应遵循的原则	39
4.4 政策建议	41
结束语	48
参考文献	49
后记	52

前 言

中国股市波澜发展近 10 年，规模不断壮大，市场规范化程度也大为提高。但与社会公众股同为普通股、享受相同的红利政策、在大多数上市公司股权结构中占有绝对份额、总数庞大的国有股权（包括国家股和国有法人股），却一直处于不能流通的地位。当初为保护公有制控制地位，在对大批国有企业实行股份制改造和上市时，按所有者性质把公司股份划分为国家股、法人股和社会公众股；同时，为了确保公有制在股份公司的地位，限制国家股、法人股上市流通。

社会公众流通股与不流通的国有股的划分直接引起了非流通股和社会公众股股东之间的利益冲突。非流通股股东在为上市公司股票市值作“贡献”的同时，只能坐望股市价格上涨、社会公众股东从中获取厚利，自身却不能获得股票资本收益。同时，由于上市公司以股票股利为主，加上不断配股，国有股权因资金缺乏又不断放弃配股，使国家股权所占份额不断下降。股票市场的价格是以国有股不能流通为前提所形成的股票供求平衡价格，这个价格无疑大大高于基于全部股票流通的市场均衡价格。非流通股协议转让时，价格一般远远低于市价。因此，二级市场上的社会公众股的投资者对非流通股上市流通问题一直是心存余悸，并且自然把国有股的上市流通看成是最大的利空。他们对政府形成强大的社会压力，这种压力和种种利益上的牵制使得国有股流通问题一拖再拖，而股市的急剧扩大和入市者的剧增使这种畸形的结构更加积重难返。

国有股不流通存在着种种弊端。包括：不利于真正发挥股份制公司的制度优势，导致政企不分；不能有效实现股票市场资源配置的功能，例如，妨碍了通过二级市场进行兼并收购；上市公司经理人员缺乏来自二级市场

的压力和监督；大量无效或低效的资产不能退出，公司之间优势要素的重组难以实现等等。因此，人们不断呼吁国有股上市流通，并提出多种流通方式。

管理层几次出台的减持方案均未能取得较好的效果，2001年6月12日出台的《国有股减持暂行办法》试行了四个月，终因诸多负面影响于10月7日暂停执行。因此，有必要对国有股流通方式进行深入的研究，对现有国有股流通方式以及国有股创新方式进行比较分析，以求找到最佳的国有股流通方式，这就是本论文研究的背景及意义所在。

第一章 我国证券市场股权结构的历史沿革及遗留问题

1.1 我国国有股、法人股的形成

在股份有限公司中，按照不同的投资主体设计不同的股份，享有不同的权利，这是我国股份制试点和证券市场初创时期的独特现象。它是社会主义计划经济向社会主义市场经济过渡时期，坚持以公有制为主体的产物。党的十三届三中全会报告明确指出：“对以公有制为主体的股份制，要认真研究，逐步推行。”这就是说，股份公司的股权结构必须以公有经济为主体。全国进行股份制试点时，都要积极贯彻这一方针，强调在股份公司的股本结构中，公有股东必须是第一大股东，而且要控股。采取的主要做法是：增量扩股，即为国有企业进行整体改制，把企业原有的存量资产经过评估后折成股份，作为发起人认购的股份，在此基础上采取增量扩股的办法，向社会公开募集股份，吸收其它投资者投资入股。这样，国有企业整体改制构成的股份就是国家股；国有企业的部分资产作为发起人认购的股份就是国有法人股；向社会公开募集的企事业单位出资认购的股份就是募集法人股。这些国家股、国有法人股和募集法人股，其总和在上市公司的股份中占有较大的比重，处于控股地位，这样设计上市公司的股份，就满足了当时“公有经济在股份公司中的控股地位”的要求。

1.2 我国证券市场股权结构的现状

在短短的 20 年里，我国证券市场走完了国外 100 多年的发展之路，取得了无数个辉煌的成就，同时也创造了具有中国特色的复杂的股权结构。具体说来有以下几个特点：

(1) 股权结构人为复杂化。我国股票被划分为 A 股、B 股、H 股、法

人股（发起人股、外资法人股、募集法人股）、国家股、内部职工股、转配股。其中又有流通股（A、B、H股）和非流通股（国家股、法人股、内部职工股、转配股）之分。后者只能通过协议转让，不能在股市上自由流通。A、B、H股虽可以在股市上自由流通，但三者流通市场却彼此分割。而且，股票同股不同价、同股不同权、同股不同利。

（2）股权过于集中。截止今年4月底，我国发行的上市公司有1102家。其中第一大股东持股份额占公司总股本超过50%的有890家，持股超过75%的有63家，而且大股东中国家股和国有法人股占压倒性多数。统计表明，第一大股东为国家持股的公司占全部公司总数的65%，第一大股东平均持股比例高达44.8%，而第二大股东持股比例仅为8.22%，股权显然过于集中¹。

（3）国家股、非流通股比重大。截止2001年6月底，我国证券市场非流通股为2593.24亿股，占整个市场总股本的67.76%，其中国有股就占了68.87%，为1786.06亿股，占整个市场总股本的42.23%²。

（4）高层管理人员持股比例严重不足。我国上市公司中高层管理人员持股比例偏低，2000年，沪深两市所有A股上市公司的高层管理人员持股比例仅为0.21%，其中无一高管人员持股的竟有10家。

1.3 国有股不流通的弊端

国有股流通和国有股减持是当前解决国有股问题常用的两个名词，它们从不同角度解决国有股问题，国有股流通主要从变国有股不流通为流通的方面考虑，国有股减持则主要从如何减少上市公司国有股成份的角度

¹ 作者根据证监会每月统计数据计算所得。

² 同①。

考虑问题。它们既不是为流通而流通也不是为减持而减持，它们的根本目的是一致的：为了确立有效的法人治理结构，提高上市公司质量，发挥股票市场功能，以及变现国有资产。国有股减持能达到国有股流通的目的。本文所提的国有股流通主要泛指解决国有股问题的方式，是通过国有股的减持并使之流通的含义。

随着证券市场的发展，上市公司的增多和市场规模的扩大，在我国典型的“一企四权”（股东大会经营决策权、董事会经营指挥权、监事会监督权和总经理经营权）结构下发展起来的不能参与流通的国有股的规模也日益膨胀，构成对市场扩容承载能力的沉重压力和规范证券经济关系的巨大障碍，由此造成的问题也越显突出。

1.3.1 有效的企业治理结构难以确立

从产权经济学角度分析，国有企业低效中的根源在于特殊委托—代理关系下的国有资本的有效投资主体缺位。因此，国有企业股份制改造的主要使命应当是解决企业的有效投资主体缺位问题。但在目前股权结构人为分割、国有股权占主导地位且不能上市流通的背景下，我国的股份制企业同国有企业一样面临有效投资主体缺位的难题。无论是谁充当国家股的持股主体，都无法象民营自然人股东那样行使股东权利。

（1） 国资局、财政局和企业主管部门等政府机关代表国家行使股东权利的弊端显而易见。首先，他们有各自的行政目标，所有者目标并不是他们的主要目标。

（2） 当所有者目标和行政目标发生冲突时，他们有可能以行政目标代替所有者目标，使所有者利益受到损害；其次，政府官员是股东权利的具体代表者，但不是投资受益人，不受产权约束，本身缺乏监督经理层的内在激励，相反，却容易与经理层同为一体，形成事实上的内部人控制；

再次，政府拥有行政权力，是市场规则的制定者和维护者，他们作为股东又是市场参与者，既当“裁判”，又当“球员”，只能导致权力的滥用，破坏市场规则。

(3) 国有资产经营公司或国有控股的公司能真正代表国家行使股东权力和承担相应责任关键取决于自身是否具有充分激励。就目前而言，国有资产经营公司的经营者自身收益与资产经营业绩并无紧密的直接联系，国有资产经营公司自身只是“翻牌”公司，和行政机关无本质差异，难以真正尽到股东责任。

(4) 集团公司代表国家持股有两种情况：一是集团公司以某一部分企业为基础改组设立股份公司，或以其占有的一部分国有资产投资设立，或在通过收购、兼并建立股份公司时，代表国家持有股份公司的国有股份。二是有些国有企业在实行股份制改组时，将其骨干部分或主体部分剥离出来改组为股份公司，而将企业剩下部分组成“集团公司”，再由政府授权所谓的“集团公司”代表国家持有股份公司的国有股股份。两者都存在同国有资产经营公司类似的激励问题。其中，后者较前者更为严重，因为，后者同所建立的股份公司实质上是一回事，甚至二者的“领导班子”都相同，“两块牌子，原班人员”。

现代公司理论表明，在股权相对集中的条件下，大股东直接对企业实施监控是公司治理有效性的关键所在。目前我国上市公司中国有股权占绝对控股地位，国有股权的有效持股主体又严重缺位，这就导致了股份公司治理结构残缺，大股东对企业的监控机制难以确立，存在严重的“内部人控制”问题，使董事会聘任监督管理人员和根据经营业绩对经理人员作出奖惩的公司治理机制难以成立，结果企业经营中追求利润最大化动力不足，更倾向于谋求内部人收益，突出体现为：过分的在职消费、行为短期化、过度投资、工资奖金等收入增长过快侵蚀利润等。

国有股减持并得以流通将改变国有股“一股独大”的问题，能有效缓解目前投资主体缺位的问题。

1.3.2 严重阻碍资源的优化配置过程

股票交易本质上是一种产权交易。股票市场作为现代市场经济资源配置媒介的一个重要功能就是借助价格发现和优胜劣汰机制，通过资产流动和整合，通过资本所有权的不断分化和重组，形成资源的空间动态配置，促进产业结构的存量、增量调整。国有资源的初始配置不可能是最优的，即使是最优的，由于科学技术的发展，管理水平的提高和需求结构的变化而引起的生产函数的变化，也会变得不合理。只有通过流动，资源向最急需、效率最高的产业转移，资源才能发挥其最大效用。我国的产业结构是按苏联的模式建立的，改革至今虽有一定调整，效果仍不理想。国有企业很多资产都处于低效运转状态，有的甚至被闲置，形成资源的巨大浪费。而我国绝大多数上市公司占很大比重的国有股权不能流动，限制了我国目前的股票市场优化资源配置的能力。

要实现资源的优化配置，必须具备两个基本的前提条件：第一，生产要素可以分割，可以流动；第二，有真实的并可以反映经济成长的要素价格。本来我国股份制企业占全部企业的比重还不高，在全部资本存量中，可分割资本的比例就较少，加之非上市的股权流动尚未真正实行，而上市公司中大量比重的国有股权又不能流动。这又进一步降低了可流通资本占全社会总资本的比例，因此我国目前资源优化配置的第一个条件还很不完善。由于在股票市场上流通的只是占上市公司比重不足 40% 的个人股，在股票需求超过供给、冲动多于理智的环境下，股票价格具有很强的投机性，不可能成为优化资源配置的理想信号，所以第二个条件也不完善。尽管国家股流通并不能保证我国经济一定能具备这两个条件，但如果国家股不流

通，我国经济就一定无法具备这两个至关重要的条件。

1.3.3 不利国有资产保值增值

各国的经济实践表明，现代市场经济是资本高度流动化的经济，资本不流动就没有活力，资本不流通就难以保值增值，国有股的不能流通也就无法根据市场情况适时调整。在市场前景不佳时，难以剥离出低效资产，劣质资产难以转让，无法使国有资产随股权的转移而合理流动到资产增值能力更高的企业或用途上。同时国有股不能流通，既不能利用证券市场的差价，收回比原投资高出数倍的收益，也不可能通过证券市场的运作来获得增值。这种凝滞的状态显然不利于提高国有资产运营效益，国家控股的初衷也会变得难以维系。

由于存在按投资者的身份确定股票的权利和义务的不正常现象，不同所有者不能在同一交易市场上交易，造成同股不同价的现象。

目前我国股份公司股东分红多采取送股加配股的方式。由于国有股持股机构缺乏扩股资金，同时所扩股份又不能卖出，使利润实现仅有会计流量而无现金流量，自然缺乏购股的动力，所以往往放弃或转让其配股权，致使每扩股一次，国有股比例就被动地下降一次，这不仅实际弱化了国有股的控股作用，对国有股东来说亦是一种利益上的损失。有的上市公司则在股利分配上采取向国家股分派红利，而向其他股权分派等值红股的做法。这在表面上平等，有利于国有资产的变现，但这种做法相当于向部分股东发行新股。这种股价一般低于市价，低于股票投资价值，甚至低于每股净资产值，这就直接损害了国家股利益。有的公司还向个人股或外资股送股，使国家股比例单方面缩小，造成国有资产流失。

1.3.4 资金的非资本化现象普遍存在

拨改贷后，国有企业的发展主要依赖间接融资。在资本约束机制缺乏

的情况下，银行贷给企业的资金不能全部以资本要素的形态进入生产过程，其中的一部分资金与产值最大化无关，资金并未能转化为资本（即非资本化）。国有企业改造为上市公司后，不单纯是融资渠道的转变，重要的是促使企业建立资本机制，使资本效率规律发挥作用。但就目前相当一部分上市公司情况看，“圈钱”成为公司上市的主要动机。目前根据沪深上市公司公布的年报统计，完全或基本上按照募集资金使用计划进行项目投资的公司不到一半。在年报中，有些公司对未按募集资金使用计划进行项目投资的原因作了说明（理由有些牵强附会甚至啼笑皆非），有些公司对项目进程只字不提，还有些公司年报表述含糊不清。由于信息披露及技术上的原因，无法对所有上市公司资金的使用效率作出准确测算。但是，在国有企业改造为上市公司以后，许多新的投资者仍如以前的贷款银行一样，不知道公司把自己的钱用到哪里去了，更不知道公司会给自己什么样的投资回报。上市公司仍可以无约束地浪费资金，新的投资者与过去贷款给企业的银行相比，是公司的股东、投资主体之一，但是由于上市公司国有股比例太高，而且不能流通，众多的中小投资者无法通过用手投票（从内部参与公司管理）和用脚投票（从外部卖出公司股票）的机制，形成强大的市场压力，使公司的内部管理机制和经营机制发生根本性的转变，使经营者时时面临被接管的压力，而不得不尽可能提高效率。

1.3.5 妨碍股票市场功能导致投机过度

在完善的资本市场条件下，股票市场绝非简单的融资场所，而是具有通过股票定价机制、企业接管机制对经理人员行为实施监控的功能。在股权结构分散条件下，如美国、英国，股票市场的监控机制在公司治理中发挥着举足轻重的作用。然而，股票市场监控机制的发挥要以充分信息和股权自由流动为前提。中国目前以国有股权占绝对比重且无法上市流通为典

型特征的畸形股权结构使股票价格与价值严重背离，难以反映企业经营状况，使股东无法判断经理人员的能力和努力程度；国有股权居控股地位且无法上市流通，能流通的社会公众股在总股本中只占较小比例，以致故意接管根本不可能，企业经理人员不承受来自市场的外部压力，机构投资主体无论资金多么雄厚也只能是小股东，无法以积极股东身份参与企业经营管理，只能在二级市场上谋求投机收益，行为严重扭曲。

我国股票市场过度投机有目共睹，国有股居控股地位且无法流通是导致过度投机的制度根源。因为股票具有收益证券和支配证券两大基本特性及由此派生的投机证券特性。与此相对应，投资者购买股票的目的一是获取投资收益；二是谋求控制企业经营决策的权力；三是获取价差。由于国有股权居控股地位，投资者即使全部买完上市公司的流通股票，也只能是小股东，无法影响企业经营决策；畸形股权结构导致上市公司的有效治理结构难以确立，导致上市公司效益普遍偏低，且呈逐年下滑态势，以致在二级市场上投资股票的收益不足 3%，这低于同期的国债和银行存款利率，使获取较高投资收益的目的难以实现。结果人们购买股票的目的只剩一个——获取价差，而目前我国证券市场股票的投机性较强。另一方面，由于占股票市场大头的国有股不能有效流通，巨额的国有资金处于凝固状态，使可流通的市场规模狭小，也限制了政府运用经济手段稳定和调控股市的能力。

综上所述，国有股不能流通是制约我国股市规范健康发展的一个巨大障碍。令人欣慰的是政府已经意识到问题的严重性，并已着手解决国有股流通的问题。

第二章 我国上市公司现有国有股流通方式的分析

目前,在我国已经存在的国有股流通方式主要有四种:一是协议转让;二是国有股配售;三是国有股回购;四是增发时配售。

2.1 协议转让方式的利弊分析

2.1.1 协议转让在我国上市公司收购中的地位

目前,我国有案可循的收购上市公司的方式主要有场内公开收购、场外协议转让和上述两种方式混合运用三种。

自 1993 年宝安收购延中实业以来,我国上市公司控制权转移日渐频繁。迄今为止,我国 A 股上市公司发生控制权转移 170 多起,占上市公司总数的 20%左右,有的上市公司上市不到半年即发生控制权转移,20 多家上市公司控制权出现二次甚至三次转移。综观我国上市公司收购实践,我们发现以股权场外协议转让方式控制上市公司无论从成功率还是控股比例都远远大于以场内公开收购方式控制上市公司。

出现这种现象的原因有以下几点:首先,第一大股东在大部分上市公司的股东结构中占据优势地位。这就使得以国有股和法人股为收购对象的场外协议转让有广泛的选择余地,股权转让也可以一次性完成,在持股比例超过 30%时还可以申请中国证监会豁免全面收购的义务,因此实际操作相对比较方便;其次,由于是场外协商,比较容易保密,不容易造成二级市场上股价波动,使收购活动能比较顺利地完成;第三,由于目前国家、法人股等非流通协议转让价格普遍采用净资产溢折方式,转让价格远远低于被转让公司股票的市场价格。正是由于协议转让在价格上和操作上所具

有的优势，今后一段时期内，非流通市场中上市公司国家股、法人股股权的场外协议转让仍会是购并上市公司的主要途径。

2.1.2 国有股协议转让的利弊分析

这种方式的优点是：（1）遵循市场原则，股权的转让价格基本是买卖双方都愿意接受的价格；（2）有助于上市公司国有资产的盘活流通，改进了上市公司的质量和业绩；（3）没有增加新的流通股，不会对二级市场造成直接冲击。

其不足之处表现在：（1）由于目前协议转让的法律不健全，影响了这种方式实施中的“三公”原则，导致市场内幕交易现象的出现；（2）由于目前上市公司国有股权的受让单位主要限于国有企业，从而使上市公司国有资产不能充分地盘活流通；（3）由于转让范围的狭小，导致价格发现功能的减弱，转让价格的制定带有较多的随意性。

2.2 国有股配售的分析

2.2.1 国有股配售方案的运作

为贯彻中共中央十五届四中全会提出的“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，所得资金由国家用于国有企业的改革和发展”的精神，中国证监会于1999年10月26日公布了国有股配售试点方案，确立了中国证券市场发展的又一重要里程碑。

从国有股配售方案及中国证监会公布的试点预选名单及财政部于12月1日所确定的两家试点企业来看，有以下几个突出特征：

第一，试点公司采用一定比例的国有股优先配售给该公司原有流通股股东，配售价格确定在净资产之上、10 倍市盈率以下。配售价格的确定兼顾了国有股东和流通股股东双方的利益。

第二，所公布的国有股配售预选名单反映了国有经济结构调整的方向。入选该名单的没有一家是高科技企业，而基本上集中于商业、建材、医药、贸易和化工等竞争激烈、平均利润率较低的竞争性行业。而财政部最终确定两家企业“中国嘉陵”和“黔轮胎”均处于竞争异常激烈的摩托车和橡胶制品行业，这正说明了在国有资本金规模和国有经济整体规模差距日益明显的背景下，国有资本需要适度退出若干竞争性行业，以集中有限的国有资本投入到关键产业、公共事业和优势企业中去。

第三，所选企业的股权结构差别较大，反映政策的灵活性。这十家公司的选择并非单纯根据国有股权比例的大小事宜，同时，也考虑到了上市公司大股东对资金的需求状况以及把国有股权配售与上市公司法人治理结构建设相结合的政策思路。

2.2.2 国有股配售中存在的问题

1999 年 12 月，“中国嘉陵”和“黔轮胎”分别配售 10000 万股和 17105257 股国有股，实际售出 81.99%和 75.29%，证券投资基金无一认购，剩余部分全部由主承销商包揽。从两公司国有股的认购情况看，流通股股东对国有股配售试点的热情并不高。原因何在呢？

第一，国有股配售价格欠公平。根据中国证监会公布的国有股配售方案，国有股配售价格将在净资产值以上、市盈率 10 倍以下。至于是以上年的净资产值和市盈率为准，还是近三年或者上市以后所有的年份并未有明确规定。“中国嘉陵”和“黔轮胎”的配售价格分别为 4.5 元和 4.8 元，是按前三年每股收益简单平均再乘以证监会规定的最高市盈率（10 倍）

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库