

国有股减持问题讨论综述 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

https://www.100test.com/kao_ti2020/41/2021_2022__E5_9B_BD_E6_9C_89_E8_82_A1_E5_c33_41375.htm 一、国有股减持的意义

《经济管理》特约评论员认为，减持国有股意义重大。（1）它是政府利用国有股调控经济的重要政策手段。（2）增强了国有资产存量的流动性。同时也是国有资本退出相关产业或调整所有权结构的重要方式。（3）为公众流通股、法人股、国有股走向统一奠定了基础。减持国有股是中国证券市场规范、健康发展的必由之路。（4）真正实现了国有控股企业股权多元化的功能，形成规范的法人治理结构。陈淮认为，减持国有股这一举措力图要解决的是国民经济发展与改革过程中的四个重大难题。第一，通过国有资产变现补充社会保障基金。第二，推进国有企业改革。一方面，减持国有股可以推动国有大中型企业进行产权结构的多元化改造和建立规范的法人治理结构，真正将企业的内在运行机制转换到市场经济方面来；另一方面，在不影响国家控股的前提下，通过适当减持部分国有股，可将所得资金用于国有企业的改革与发展。第三，从总体上增强国有经济的控制力。一方面，减持国有股可以推进国有资产的合理流动和重组，调整国有经济的布局 and 结构；另一方面，可以通过吸收和组织更多的社会资本，放大国有资本的功能，提高国有经济的控制力、影响力和带动力。第四，规范我国的证券市场。实现国有股、企业法人股与公众流通股的“并轨”已成为我国证券市场良性发展的一项迫切任务。曹远征认为，国有股减持并不是一个单纯的资本市场的操作性问题，也不仅仅是一个股票上市或

资金需求的问题。国有股减持本质上与三个方面的问题联系在一起：国有企业法人治理结构的完善，国有企业财务结构的改善以及社会保障体系的建立。从微观而言，形成真正的现代企业制度，良好的公司治理结构，改善企业的财务结构；从宏观而言，建立一个有效的社会保障体制作为支持，从而形成企业的淘汰机制。这些问题集中在一起，国有股减持的真正意义和目标就凸显出来。

二、国有股减持的基本原则

《经济管理》特约评论员认为，减持国有股应遵循以下基本原则：（1）有利于证券市场的长期稳定与全面发展；（2）有利于国有资产的保值增值，积极稳妥地实现退出目标；（3）有利于增强国有经济的控制力和资源配置效率；（4）有利于国有企业调整财务结构，提高企业的盈利能力和竞争能力；（5）有利于吸引社会投资者进入国家垄断产业，建立企业战略联盟；（6）有利于建立起一种长期的经济政策调控手段，不断积累调控经验；（7）适应于法律规范的建设和本国市场的发育状况，减持办法上不拘一格。

中国人民大学金融与证券研究所“国有股减持”课题组认为，国有股减持必须坚持公平、稳定、效率三项基本原则。公平原则是指国有股减持方案对于所有市场参与者、所有股东而言应当都是公平的，也就是说要使各方利益分配相对公平。稳定原则是指任何成熟的减持方案都必须切实考虑二级市场的承受能力，不能伤及市场的稳定性。效率原则是指在考虑公平和市场稳定的同时，应兼顾社会资源配置效率，在设计减持方案时，必须要考虑行业、地区差距，让市场力量发挥应有的作用，尽量避免政府行政命令对市场机制的替代。

陈湘永、金永忠认为，减持国有股的基本原则有以下三点。（1）坚持“三公”

原则，充分保护中小投资者利益，使其能在国有股减持中获取与强者一样的获利机会；（2）要采取多种途径相结合的方式，不可只求“被减部分立即全部流通”；（3）国有资产的保值增值必须以市场的稳定发展为前提，要充分考虑市场的承受能力。

三、国有股减持的思路和方案

在讨论中，理论界和证券界提出了十多种国有股减持方案，对国有股减持问题进行了有益的探讨和尝试。然而，由于对国有股减持基本含义的理解不同，因而提出的减持方式和途径就会有所不同。我们认为，在现阶段，完整的国有股减持概念应包括四个方面的内容，即减让、变现、流通和充实社保基金。减让是指国有股按一定比例地减少；变现是指被减持的国有股由实物资产形态或金融资产形态转为货币形态；流通是指被减持的国有股由不流通状态转为流通状态；充实社保基金是指被减持的国有股变现后部分划给社保基金，以解决体制转换过程中的社会保障补偿问题。国有股减持概念应是以上四个内容的完整统一，缺一不可。按照我们对国有股减持概念的理解，我们可以把国有股减持方案分为以下四类。

（一）第一种思路：直接减持方案

这种思路是让国有股直接进入二级市场，在较短的时间内满足国有股减持的减让、变现、流通和充实社保基金四项基本要求。该思路主要有三种具体方案。

1. 配售上市方案

国有股配售方案的操作要点是：上市公司将一定比例的国有股优先配售给该公司的流通股股东，如有余额再配售给证券投资基金。流通股股东的配售部分可以立即上市，证券投资基金的配售部分在两年内上市。配售价格在净资产之上、市盈率10倍以下的范围内确定。国有股配售方案已经在中国赢陵和黔轮胎的国有股减持试点中试行，是目前

被中国证监会推行实施的主要方案。然而，由于中国嘉和黔轮胎的试点方案存在着一定的缺陷，因此，试点的效果并不理想。针对这一问题，在讨论中，不少人士提出了补充、改进和修正国有股配售方案的建议。中国人民大学金融与证券研究所“国有股减持”课题组提出了国有股配售修正案。他们建议：（1）在配售定价上限的确定上，应充分考虑上市公司在行业、资产获利能力、成长性等方面的差异，把10倍市盈率的上限放宽至25倍左右，甚至可以考虑用市价折扣定价法来确定上限。（2）在配售余额的处理上，应在承销商以外引入新的机构投资者例如新成立的国有股减持配售基金来承购配售余额。张训苏等人提出国有股配售方式应市场化。他们建议：（1）取消对市盈率标准的规定。只要配售的国有股股票具有一定的成长空间和较好的业绩，市场认同度较高，超过10倍市盈率也是可以的。如果企业处于传统行业，缺乏成长性，业绩较差乃至亏损，那么低于10倍的市盈率甚至以净资产值出售也是可行的。具体可参照增发新股的模式，通过网上和网下的询价来确定最终的配售价格。（2）配售的对象不再局限于原有股东和证券投资基金，而应面向所有的证券市场投资者，扩大认购群体的范围乃至吸引场外观望者的入市是必要的。兴业证券股份有限公司“国有股减持”课题组提出了国有股配售价格的定价机制。（1）国有股配售价格的确定应是企业内在价值和市场供求决定的市场价值的统一。（2）国有股的内在价值以证券市场股票综合指数的增长为所在市场的平均收益率，以当期二级市场中长期国债收益率作为市场无风险收益率，以公司预期未来成长作为未来各期股权自由现金流，然后采用股权自由现金流模型计算出国有

股的内在价值。（3）国有股的市场价值可以用如下方法确定：采用以市盈率为被解释变量、流通股所占比重为解释变量建立回归模型的方式，确定国有股配售实施后的预期市场股票价格，再用无套利分析计算出国有股的市场价值。（4）以国有股内在价值和市场价值的交叉作为配售定价的底价，以此为基础采用无上限价申购或按一定的送价比例确定配售价格。（5）为充分保护原有流通股股东的利益，可以按照配售定价的10%比例折扣向老股东配售，或者采取分阶段区别定价配售的方式，给老股东以一定的配售价格优惠。 100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问

www.100test.com