

清華大學

中國經濟研究中心



學術論文

股票市场对国有股配售过程中的  
信息披露的反应及国有股上市流通策略  
- 中国嘉陵和黔轮胎国有股配售实例分析

朱武祥 郭志江

清华大学经济管理学院金融系

No.200020 2000年9月

Working Paper

National Center for Economic Research

At

Tsinghua University, Beijing

# 股票市场对国有股配售过程中的 信息披露的反应及国有股上市流通策略<sup>1</sup>

— 中国嘉陵和黔轮胎国有股配售实例分析

Stock Market's Response to the Information Disclosure  
During State-Owned Equity Sale and the Strategy of State-Owned Equity Circulating  
— Cases Analysis of Zhong Guo Jia Ling and Qian Lun Tai

朱武祥 郭志江 清华大学经济管理学院金融系

Zhu Wuxiang Guo Zhijiang

【摘要】上市公司国有股减持流通问题一直为政府和股票场所关注。本文以首批国有股配售试点企业—中国嘉陵和黔轮胎为实例，分析了股票市场对国有股配售过程中的重要信息披露的价格反应，探讨了上市公司国有股上市流通策略。

关键词：国有股 股票市场反应 信息披露

## 一、问题提出

我国上市公司形成了以控股地位的非流通股(上市公司设立前的国有股和法人股)和非控股地位的社会公众流通股并存的独特的股权结构。截止 1999 年底，沪深证券交易所上市公司 947 家，总股本 3110.63 亿股。其中，国有股和法人股等非流通股占 68.24%，流通股占 31.76%。但新上市公司股权流通性结构并没有明显变化。国家已明确在有利于股票市场稳定发展的国家目标前提下，通过股票市场变现部分国有股，作为多渠道筹集社会保障资金的重要途径之一，也是实现减持和退出过度竞争产业的战略举措。

由于国有股配售公司已经是上市公司，按照《公司法》，国有股与流通股权利相同。国有股上市流通实际上相当于国外上市公司创始人或公司上市前的其它股东在股票市场上公开出售股份套现。理论和实践上，只需提前公告，并参考公司股票近期市价和投资者评价进行折扣定价，因为公司股票当前市场价格反应了投资者对公司内在投资价值的认同。

但到目前为止，上市公司股票市价是在占控股地位的国有股和法人股不能上市流通的前提下形成的。人们一直认为这一价格高于如果非流通股全部上市流通的市场价格。尽管学术界认为国有股比重过高不利于公司治理，但投资者和政府普遍担心国有股上市流通将大大增加流通股供给，降低上市公司股票价格或市盈率，对股市产生显著的负面冲击，国有股上市流通实际上被视为 A 股市场的系统风险。1994 年以前，国家股、法人股上市流通的多次传闻曾使股票市场出现价格下跌现象。因此，股票市场发展 10 年来，以国有股为主非流通股的上市流通问题非常敏感，

---

<sup>1</sup> 本文受清华大学经济管理学院小林实中国经济研究基金资助

成为一把悬剑。

学术和实务界一直在探讨国有股减持流通问题，从缓解国有股大规模上市流通对股票市场的冲击角度，提出了国有股减持和退出的多种方案，包括发行可交换债券、零息可转换债券等复杂金融工具。1999 年以来，政府开始加快进行上市国有股减持退出试点。1999 年 4 月，云天化采用回购国有股并注销方式。1999 年 10 月 28 日，国务院批准了国有股向流通股股东定向配售的试点方案。12 月 2 日，中国嘉陵和黔轮胎被确定为 1999 年内进行国有股定向配售试点公司。显然，考察股票市场对国有股配售政策公布及两家试点公司国有股配售过程中的信息披露的反应，可为我们研究国有股减持流通问题提供有价值的信息。

## 二、中国嘉陵和黔轮胎国有股配售过程中的信息披露与股票市场反应

### 1. 国有股配售过程中的重要信息披露事件及配售结果

- (1) 1999 年 11 月 29 日，证监会公布包括中国嘉陵、黔轮胎在内的 10 家国有股配售试点企业。
- (2) 12 月 2 日，中国嘉陵和黔轮胎被确定为 1999 年国有股向社会公众股东定向配售首批试点公司，社会公众股东认购后剩余的股份向证券投资基金配售。
- (3) 12 月 14 日，公布配售定价方式及定价结果：1996-1998 年三年每股收益平均值乘以 10 倍市盈率。中国嘉陵配售价为每股 4.5 元，黔轮胎每股 4.8 元。
- (4) 12 月 17 日，公布配股公告，除配股价格外，还明确配售规模和比例：中国嘉陵配售 1 亿股，每 10 股配售 8.361 股；黔轮胎配售 17,105,275 股，每 10 配售 1.59097 股。
- (5) 12 月 21 日，中国嘉陵和黔轮胎国有股配售股权登记日。
- (6) 12 月 22 日—28 日，中国嘉陵社会公众股东缴款起止日。
- (7) 12 月 23 日—29 日，黔轮胎流通股及国家股转配股股东缴款起止日。
- (8) 12 月 29 日—30 日，两家公司配售剩余股份由证券基金认购及缴款日。

到股东缴款截止日，社会公众股东认购中国嘉陵 8199 万股，占配售股份总数的 81.99%，剩余 1801 万股；认购黔轮胎 1307.0806 万股，占配售股份总数的 76.41%，剩余 403.45 万股，基金没有认购两家公司剩余的国有股配售股份。业界普遍认为此次试点不成功。

表 1 两家公司配售股票认购完成情况

		12 月 22 日	23 日	24 日	27 日	28 日	29 日	总计
中国嘉陵	认购量(百股)	134308	103643	83692	239764	258498		819905
	占总配售量	13.4%	10.4%	8.4%	24.0%	25.8%		82.0%
贵州轮胎	认购量(百股)*		27456	18792	25139	29444	29877	130708
	占总配售量		16.1%	11.0%	14.7%	17.2%	17.5%	76.4%

\*贵州轮胎认购量为社会公众股东认购量和转配股股东认购量之和

表 2 配售前后两公司的股权结构

		配售前		配售后	
		股数	比例 (%)	股数	比例 (%)
中国嘉陵	国家股	354,270,840	74.76%	254,270,840	53.66%
	流通股	119,600,000	25.24%	219,600,000	46.34%
贵州轮胎	国家股	146,812,100	57.53%	129,706,825	51.00%
	国家转配股	3,515,032	1.38%	3,515,032	1.38%
	流通股	103,999,933	40.89%	121,105,208	47.62%

## 2. 国有股配售过程中的信息披露与股票市场反应

从图 1、图 2 中可直观看到国有股配售信息披露过程中，两家公司股票价格走势。

考虑到即使没有国有股配售事件，中国嘉陵和黔轮胎股票价格也会随大盘变化而波动。为剔除大盘走势影响，考察国有股配售过程中的股票市场实际反应状况，本文采用股票价格对大盘指数回归的残差作为衡量国有股配售引起的股价变动状况。从股价、成交量及波动性三方面考察两家公司股票在配售信息披露时间点附近的股票市场反应。

### (1) 统计模型与数据选择

以 1999 年全年全部交易日两支股票每日收盘价分别与上证指数和深成指数进行回归。为便于比较，对 12 月 22 日后的两家公司股价进行了复权处理。股票价格回归结果为：  
中国嘉陵的股价=3.4+0.00265\*上证指数

$$\text{黔轮胎的股价}=4.2+0.0011*\text{深成指数}$$

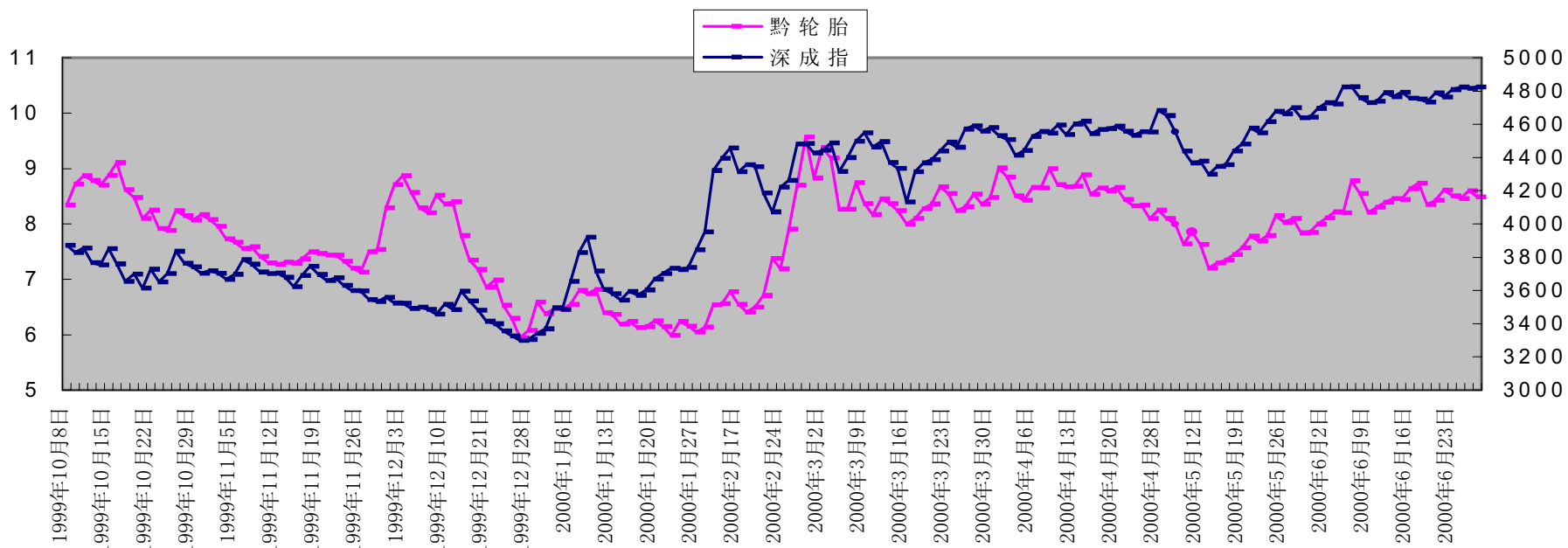
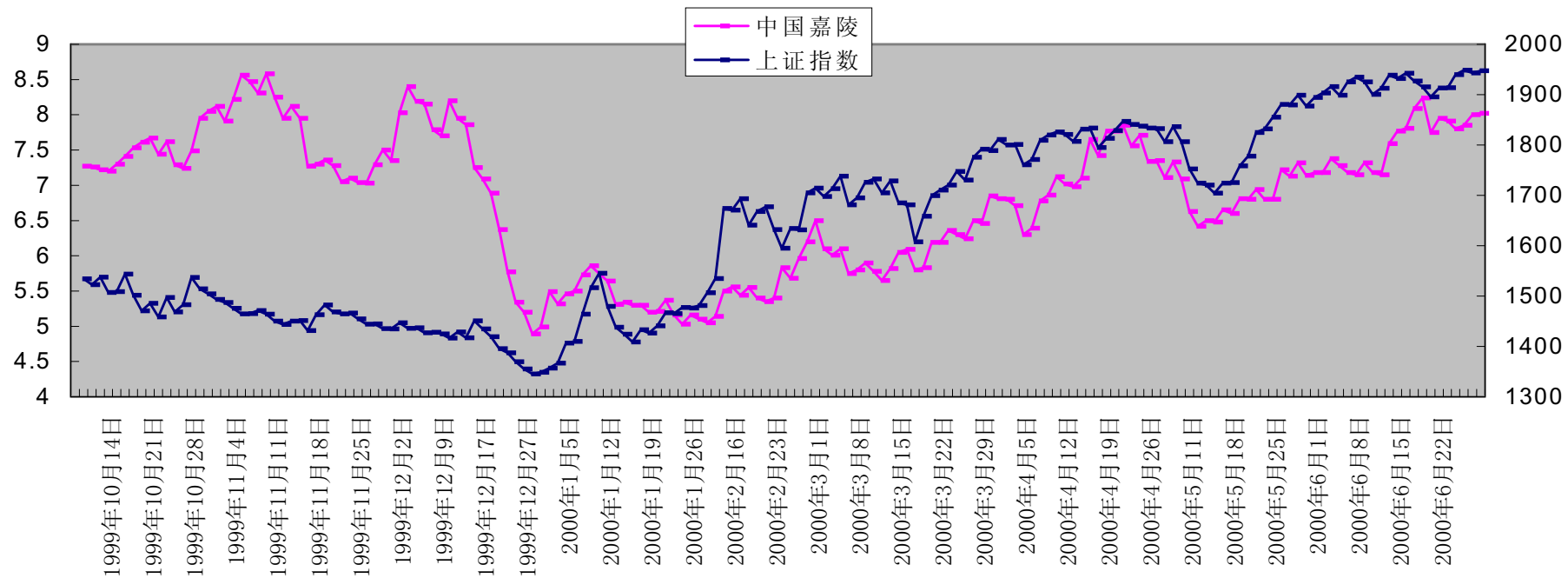
成交量回归结果为：中国嘉陵每日成交量=78.48+0.00091\*上证成交量

$$\text{黔轮胎每日成交量}=20.10+0.00102*\text{深证成交量}$$

波动性用股价标准差度量，衡量股票交易活跃程度。股价标准差有多种估计方式，本文采用 Garman 和 Klass (1980)"最佳"Analytic Scale-invariant Estimator 来估算，第 t 日方差估计公式为：

$$\sigma_t^2 = 0.511 (u_t - d_t)^2 - 0.019 [c_t (u_t + d_t) - 2u_t d_t] - 0.383 c_t^2$$

u, d, c 分别为当日最高价，最低价和收盘价减去开盘价。



## (2) 回归统计结果

表 3 配售过程中的信息披露与股票价格、成交量的残差及波动性反应

时间 (月/日)	中国嘉陵			黔轮胎		
	股价残差 (元)	成交量残差 (万股)	波动性	股价残差 (元)	成交量残差 (万股)	波动性
11/26	0.07	66.31	26.6%	-1.04	-11.86	12.7%
11/29	0.30	216.81	35.9%	-0.61	31.39	29.3%
11/30	0.15	4.27	15.5%	-0.56	4.13	8.1%
12/01	0.80	359.19	26.3%	0.16	213.18	43.1%
12/02	1.20	767.42	50.9%	0.62	624.27	34.3%
12/03	0.99	354.15	24.3%	0.78	369.86	21.6%
12/06	0.97	72.77	17.4%	0.52	164.47	31.7%
12/07	0.61	128.66	20.8%	0.23	83.40	11.6%
12/08	0.53	56.17	17.0%	0.16	56.37	17.5%
12/09	1.05	45.24	23.0%	0.51	87.91	15.4%
12/10	0.77	64.77	26.9%	0.28	19.71	23.6%
12/13	0.71	19.09	16.6%	0.36	5.56	20.1%
12/15	0.01	311.81	37.9%	-0.38	217.03	32.6%
12/16	-0.11	208.62	17.8%	-0.75	195.18	23.5%
12/17	-0.27	218.33	16.7%	-0.86	87.96	16.6%
12/21	-0.72	355.25	28.1%	-1.11	111.25	24.2%
12/22	-1.30	354.76	29.6%	-0.96	105.93	30.1%
12/23	-1.69	88.12	16.4%	-1.37	36.58	18.7%
12/24	-1.79	100.31	11.9%	-1.57	9.18	22.2%
12/27	-2.07	230.31	13.9%	-1.89	31.07	23.6%
12/28	-1.98	514.99	24.6%	-1.76	45.55	28.1%
12/29	-1.50	570.49	16.2%	-1.30	195.24	32.5%
12/30	-1.70	276.86	18.0%	-1.54	53.73	15.7%
年平均			16.3%			19.9%

图 3 中国嘉陵股票价格及成交量残差图

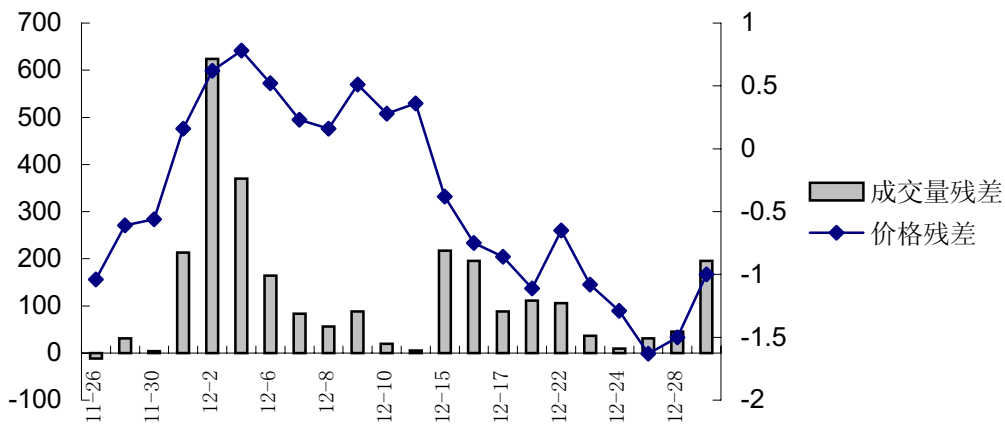
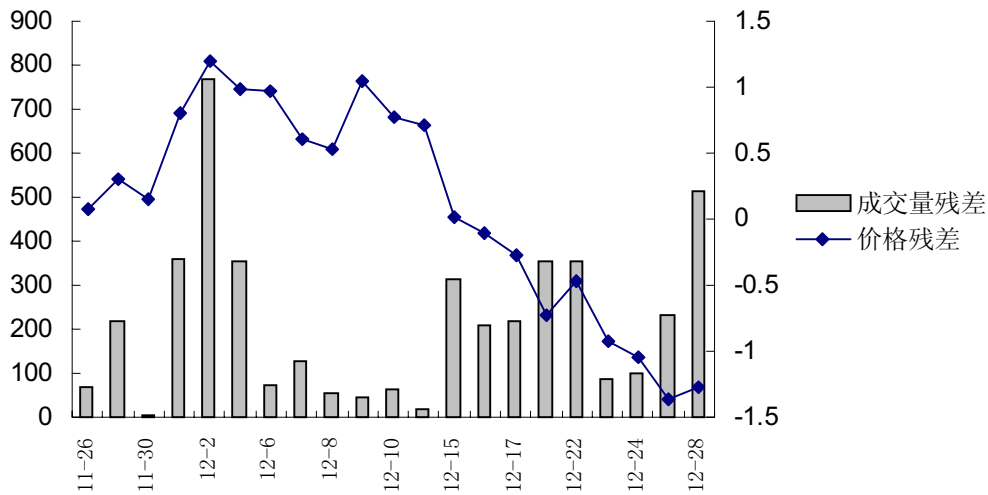


图4 黔轮胎股票价格及成交量残差图



### 三. 结果分析

下面我们以 1999 年 11 月 26 日(配售企业名单公布前 1 个交易日)—12 月底(配售缴款截止日)为主要时限, 分析股票市场对于国有股配售过程中信息披露的反应。

#### 1. 11 月 26 日(国有股配售试点企业名单公布前一个交易日)

中国嘉陵股票价格残差基本在 0 附近波动, 走势基本与上证指数一致。黔轮胎股票价格残差达到-1.04 元, 股票价格走势稍弱于深成指数。

#### 2. 11 月 29 日(公布 10 家试点企业名单) —12 月 1 日(公布首批 2 家试点企业名单前)

11 月 29 日公布十家试点企业名单后, 中国嘉陵、黔轮胎和其它 8 家入选企业一样, 股票价格逆大势上涨, 成交量也随之放大, 股价的波动性也相应增大。到 12 月 1 日收市时, 中国嘉陵的股价残差已增达到 0.70 元, 黔轮胎股价残差也由此前的-1.04 元增至 0.16 元。原因在于: 在 10 月 28 日公布的国有股配售试点方案中, 规定配售定价的 10 倍市盈率上限和净资产值底线, 这本身就是在**向股票市场传达低价配售信号**。因为 1999 年深沪证券交易所新股发行 93 家, 算术平均发行市盈率为 16.96 倍。上海证券交易所汽车摩托行业上市公司新股发行平均市盈率为 16.66, 二级市场平均市盈率为 26; 深圳证券交易所轮胎行业新股发行平均市盈率为 15.5, 二级市场市盈率平均为 24。股票市场据此普遍预期配售价格将会明显低于 10 家试点公司股票当前市价, 意味着 10 家试点公司现有流通股含有较高的配售权价值。因此, 股票市场和媒体评论文章视国有股配售概念为利好题材。

表 3 列示了三大证券报—《中国证券报》、《上海证券报》和《证券时报》刊登的由投资机构撰写的 44 篇评论文章, 可以代表股票市场机构人士对国有股配售的看法。几乎所有关于国有股

配售的评论都认为在大市利空的环境下，国有股配售仍是利好。少数评论认为由于配售方案较为含糊，利空利好还要视配售价格而定。

表 3 主要证券报纸对国有股配售的评论

		宣布进行试点及公布试点企业 (10月28日—12月13日) 评论文章篇数	披露配售价格 (12月14日以后)评 章篇数
国有股配售评论观点	利好	28	0
	利空	0	1
	中性	4	11
	总计	32	12

### 3. 12月2日(中国嘉陵和黔轮胎被确定为首批试点企业)—12月14日(公布定价前)

尽管中国嘉陵和黔轮胎所在行业属于前景不被看好的传统制造业，上市以来其经营业绩每股收益逐年下降。但股票市场和评论继续国有股配售的低价预期，因此，对首批试点的中国嘉陵和黔轮胎国有股配售反应更为积极。12月2日收盘时，中国嘉陵股票价格残差达到分析期的最大值1.20元，黔轮胎也达到了0.62元。成交量也达到最大值，残差分别为767.42万股和624.27万股，远远高于两家公司1999年全年的股票成交量绝对值的平均水平。另外，中国嘉陵股票价格波动水平达到最高值50.9%；黔轮胎也达34.5%，仅低于12月1日的波动水平。12月2日—14日公布定价前这一期间，两家公司股票价格残差比11月29—12月1日列入10家国有股配售试点企业名单时更强于深沪指数。说明国有股配售的低价预期导致两家公司流通股配售权价值增加。其它8家试点公司虽然被确定为2000年优先考虑企业，但股价仍然下跌。说明股票市场关注短期投机。

### 4. 12月15日(公布国有股配售价格后)—12月21日(股东登记日)

1999年12月14日，中国嘉陵和黔轮胎公布国有股配售价格。配售价计算规则为10倍市盈率乘以1996—1998年三年每股收益平均值，中国嘉陵配售价为4.5元，黔轮胎为4.8元，分别为两家公司10月26日—11月26日平均收盘价的58.67%和62.66%。两家公司股票价格应声大幅下跌，流通股配售权价值随之下降。期间股票价格残差为负，从公布配售价格前强于指数逆转为弱于指数。到12月21日股权登记日，两家公司股价残差分别为-0.72元和-1.11元。但期间成交量放大，残差增加，日均残差为273.5万股，说明抛售反应强烈。

由于国有股配售方案中没有规定如何选择每股收益，留下了每股收益选择操作余地和市场预期。虽然中国嘉陵和黔轮胎上市以来盈利水平尚可，但由于竞争和自身经营等问题，每股收益逐年下降，成长前景为股票市场看淡。1996—1998年，中国嘉陵每股收益分别为0.51、0.46、0.38元，黔轮胎分别为0.80、0.38、0.26元。而且国有股配售已是1999年底，两家公司1999年的财务业绩也即将公布。股票市场按正常的新股发行定价每股收益选择惯例，预期应该选择1998年或者1999年预期每股收益。因此，投资者和传媒评论普遍认为公布的配售价格偏高，与股票市场对国有股低价配售的利好预期出入较大。在10倍市盈率确定的条件下，中国嘉陵和黔轮胎公



布的配售价格比按 1998 年每股收益计算的配售价格(分别为 3.8 元和 2.6 元, 只有其 10 月 26—11 月 26 日平均收盘价的 49.54%和 33.94%)分别溢价 18.42%和 84.62%。如果以 1998 年每股收益计算, 中国嘉陵公布的配售价格隐含市盈率为 11.38, 仍然明显低于 1999 年上海证券交易所新股发行的平均市盈率和同类公司发行市盈率; 黔轮胎隐含市盈率则上升为 18.46, 高于深交所 1999 年新股发行的平均市盈率(16.76)和轮胎业新股发行平均市盈率(15.5), 但仍然低于深交所轮胎行业上市公司二级市场平均市盈率(24)。

## 5. 12 月 22 日—缴款终止日

12 月 22 日除权后, 两家公司股价继续下跌, 复权后的股票价格残差负值加大, 并且达到全年最低, 分别为-2.07 元和-1.89 元。配股缴款截止日(12 月 28 日和 12 月 29 日)股票市价比 12 月 14 日公布配售股价前分别下跌了 36.5%和 21.5%。

## 6. 2000 年 1 月 1 日(配售缴款后)—6 月底

配售缴款截止后, 股票价格略有回升并趋稳。在缴款截止日之后的一个月(1999 年 12 月 30 日—2000 年 1 月 28 日), 两家公司股价基本维持在一个较小的区间内波动, 平均收盘价分别为 5.35 元和 6.33 元。可视为股票市场对两家公司在国有股配售后给出的合理价位, 比国有股配售 10 家试点企业名单信息公布日之前一个月(1999 年 10 月 26 日—11 月 26 日)的两家公司的平均收盘价(分别为 7.67 元和 7.66 元)分别下降 30.25%和 17.36%。相当于国有股比例每减少 1%, 两家公司股价分别下降 1.43%和 2.58%。以下比较两家公司国有股配售过程中投资者不同买入时间的投资收益率。

- (1) 如果投资者以 1999 年 10 月 26 日—11 月 26 日 10 家配售试点企业名单公布前, 两家公司股票平均收盘价买入并案公布的配售价格缴款配售, 平均每股成本分别为: 中国嘉陵 6.23 元, 黔轮胎 7.23 元。以 2000 年 1 月两家公司平均收盘价计算, 投资收益率分别为-14%和-12.87%。
- (2) 如果按 10 倍市盈率和两家公司 1998 年每股收益确定配售价格, 则平均每股成本分别为: 中国嘉陵 5.91 元, 黔轮胎 6.96 元, 以 2000 年 1 月两家公司平均收盘价计算, 投资收益率分别为-9.47%和-9.05%。
- (3) 如果投资者在 12 月 2 日两家公司公布为国有股配售首批试点企业的当天以两家公司的收盘价买入股票, 即使按 1998 年每股收益确定的配售价格(市盈率仍为 10)缴款配售, 每股平均成本分别为: 中国嘉陵 6.36 元, 黔轮胎 8.11 元, 以 2000 年 1 月两家公司平均收盘价格计算, 投资收益率分别为-15.9%和-22%。低于情形(1)。说明股票市场对国有股低价配售预期反应过度, 高估了配售权价值。
- (4) 2000 年 2 月以来, 尽管中国嘉陵和黔轮胎公布的 1999 年每股收益下降更为显著, 分别为 0.11 元和 0.047 元, 比 1998 年分别下降 76%和 82%。但股票价格随沪深股票市场利好大势逐渐上涨, 超过 1999 年 10 月配售前的水平。以黔轮胎 2000 年 6 月平均收盘价 10 元计算, 市盈率达 212。假设投资者在 1999 年 11 月 29 日公布国有股配售试点企业名单前, 以平均收盘价 7.66 元买入黔轮胎后缴款配售并一直持有到 2000 年 6 月底, 投资回报率为 37.6%。如果投资者在 2000 年 1 月国有股配售后以平均收盘价 6.33 元买入黔轮胎, 并且一直持有到 6

月底，投资回报率达 58%。

综上所述，股票市场对于国有股配售过程中的信息披露反应明显，两家试点企业每日内价格波动显著增大。两支股票在 11 月 29—12 月 30 日期间的价格日标准差平均分别为 23.2%和 23.8%，显著高于其全年平均水平。交易量也明显放大，交易量残差平均分别达到 234.1 万股和 119.0 万股，而两支股票成交量绝对值的全年平均分别仅为 137.2 万股和 78.5 万股。

国有股配售试点前后的信息披露与股票市场反应可以分为三个阶段：(1) 1999 年 11 月 26 日—12 月 14 日，公布国有股配售 10 家试点企业名单、中国嘉陵和黔轮胎率先试点一直到公布国有股配售定价前。在股票市场大势走低的情形下，股票市场对国有股配售政策中发出的低价信号予以利好积极反应，两家公司股票价量逆势上扬，超过大势，但对国有股低价配售预期过度反应；(2) 1999 年 12 月 15—2000 年 1 月，在股票市场大势开始上涨的情形下，两家公司公布国有股配售定价后出现利空反应，股票价格弱于大势，抛售反应过度，参与配售的投资者短期投资收益为负；(3) 2000 年 2 月以来，中国嘉陵和黔轮胎股价随股票市场大势走强而上涨，超过配售前股价。配售投资收益率达到可观水平。

#### 四. 政策意义

尽管中国嘉陵和黔轮胎国有股配售试点被业界视为不成功之作，但上述分析为国有股减持和上市流通提供了有价值的信息。

1. 我国股票市场已经形成了国有股逐步上市流通的基础，或者说国有股上市流通并非人们担心的那样可怕。核心问题是定价，这也是一般的股票发行专业技术问题。定价合理本身就可以降低投资者预期由于增加流通股本规模而导致的价格水平和收益下降的风险。
2. 国有股减持定价不应采取低价原则，而是使国有股定价水平与股票市场主导力量的评价和出价一致。可以采用投资者竞价基础上的定价机制，而不是由政府设定定价标准。

从中国嘉陵和黔轮胎国有股配售股票市场反应和投资回报来看，低价将提高现有流通股股东所持股票的含权价值，并从中获取短期厚利。但低价会导致股票市场对含权价值的过度高估反应，投资者短期投资收益可能为负。定价是否合理和能否为股票场所接受的关键并非国有股采用的定价原则和具体估价方法，而是定价机制。理论和实践均证实，投资者竞价基础上的定价机制是实现价格发现功能最为有效和合理的机制。2000 年 6 月，宁波波导、吉林通海高科等成长型公司的新股发行定价采用由战略投资者和机构投资者竞价为基础，包括价格水平和锁定时间，发行市盈率分别高达 49 和 60，大大超过承销商设定的底价。

国有股减持定价也可以采用上述成功的新股发行申购和竞价方式。即有国有股上市流通目标公司流通股股东网上竞价，剩余部分由具有卖出时限约束的战略投资者、机构投资者竞价，鼓励中长期持有而不是短期套现。可以设置净资产值下限，但无须设置市盈率上限。对于高市盈率的成长性公司，市盈率上限限制将低估国有股价格。

3. 优先选择中长期投资价值下跌风险低的上市公司减持国有股

降低投资者心目中的国有股上市流通价格下降风险，除了竞争性定价外，还与国有股减持

目标公司中长期价值预期有关。

实际上，尽管股票市场普遍认为股票价格受流通股本规模影响，但价格反应敏感性和影响程度并不相同。上市公司可持续的竞争和增长能力、股票增值前景预期已成为股票市场最为重视的估价因素，对股票价格影响最为显著。实证研究和实践经验均表明，销售收入和利润持续高增长的成长型公司(例如高科技公司)和自由现金流稳定充裕的价值型公司(著名酿酒公司)中长期投资价值风险低，股票价格、市盈率与其流通股本规模相关性弱，即股票价格中的流通股本规模溢价程度低，股票价值受流通股本规模的负面影响小，可以考虑优先减持。这类公司的国有股可以按照正常的新股发行定价方式和市盈率水平定价，减持规模也可以增加。在股票市场套利定价机制作用下，不会引起股票价格短期大幅度下降，甚至可能在其基本投资价值中长期风险低的基础上，增加控制权收购预期溢价。中国嘉陵和黔轮胎所在行业属于前景不被看好的传统制造业，经营业绩财务指标逐年下降，中长期投资价值贬值的风险高，其股票价格上涨取决于大盘上升。投资者会根据上市公司投资价值的驱动因素和中期投资价值风险考虑不同上市公司国有股价格折扣水平。

竞争能力不足或生产能力过度，导致中长期投资价值风险高的上市公司，目前最需要进行战略重组，增强可持续的竞争能力，以支持较高的市盈率。实证研究表明，我国上市公司经营业绩总体上逐年下降，说明仅仅解决资本约束远远不能解决上市公司持续发展和提高竞争能力问题。上市公司需要引入真正能够改善上市公司经营和竞争能力、不要求所收购的非流通股上市的实业型战略投资者，重组股权结构和公司治理，而不是国有股上市流通。随着机构投资者力量日益增强，经营能力改造成功的上市公司国有股上市流通将具有良好的上市流通的内外条件。

4. 通过金融创新，分化投资者对国有股上市流通对股票价格负面效应的一致性预期，增强长期持股的激励。

股票市场是大量投资者按照各自的风险承受能力和股票增值预期自由决策的场所。但国有股上市流通被各类投资者普遍视为降低股票价格的系统风险，即国有股上市流通容易引发投资者一致性的抛售。可以通过金融创新，增加激励，分化投资者对国有股上市流通的价格风险的一致性负面预期，减少投资者短期一致性的抛售行为，从而降低国有股上市流通公司股票价格短期显著下降的风险。可以考虑：

(1) 采用国有股定向配售方式上市流通时，国有股配售权与股票分离，投资者可以独立交易国有股配售权；

(2) 在市场化定价机制基础上，对购买和长期持有可上市流通的国有股的投资者予以激励。例如，对持有上市流通的国有股超过 1 年者，每 10 股按净资产值赠送 1 股可上市流通的国有股。

5. 政府需要针对投资者就国有股减持流通所关注的问题，向股票市场传达明确的政策信号，增强投资者信心。

国有股减持无疑需要良好的股票市场大势环境。股票市场大势环境受资金量影响，而资金量又受投资者对股票市场大势信心的影响。我国投资者信心又特别深是受政府政策影响，特别关注股票市场资金量。信心增强有助于股票市场稳定甚至正反馈。政府有必要针对投资者对国有股

减持特别关注问题予以明确的公告，传达明确的信号。例如，在定价方面，传达市场化定价机制信号，而不是低价定价规则政策信号；宣布国有股变现资金大部分继续留在股票市场，传达政府不抽走资金、致力于股票市场稳定发展的信号，实际上是发挥国有股减持变现资金稳定投资者的杠杆作用。当然，由于该项资金为社会保障资金，因此，必须由专业投资管理机构按照稳健增值的原则运作。

另外，需要继续推出证券市场规范化发展政策，继续增强投资者中长期投资的信心。2000年以来，一系列规范和促进证券市场发展的利好政策措施出台速度大大加快，增强了证券投资基金为主的机构投资者力量和公众投资者的信心，诱导了更多的资金入市。使中国嘉陵和黔轮胎这样经营业绩继续下降的上市公司，股票价格也随大势上涨。

国有股上市流通的市场化操作作为国内投资银行提高和显示专业水平、进行金融创新提供了良机。也有助于国有股按照股票市场需求、偏好和承受能力选择合适的目标公司和获得合理的减持规模和价格，在保持股票市场稳定发展的同时，实现国有股出售的优质优价。在国有股上市流通的金融创新过程中，应尽量避免技术和过程复杂化。另外，投资银行还需要增强为上市公司引入真正具有经营能力的战略投资者的咨询服务，使股票市场真正具有支持市场价格和市盈率的公司价值增值能力基础。这也是除定价和激励创新以外，降低国有股上市流通对股票价格和市盈率的系统风险的根本途径。

#### 参考文献

- 【1】《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》1999年10月 - 2000年6月
- 【2】 证券之星网站
- 【3】 Gompers, Paul A. 1999. Complementary research methodologies. HBS/JFE Conference July

**通信地址:**

北京 清华大学

中国经济研究中心

电话: 86-10-62789695      传真: 86-10-62789697

邮编: 100084

网址: <http://www.ncer.tsinghua.edu.cn>

E-mail: [ncer@em.tsinghua.edu.cn](mailto:ncer@em.tsinghua.edu.cn)

**Adress:**

**National Center for Economic Research**

**Tsinghua University**

**Beijing 100084**

**China**

**Tel: 86-10-62789695      Fax: 86-10-62789697**

**Web site: <http://www.ncer.tsinghua.edu.cn>**

**E-mail: [ncer@em.tsinghua.edu.cn](mailto:ncer@em.tsinghua.edu.cn)**