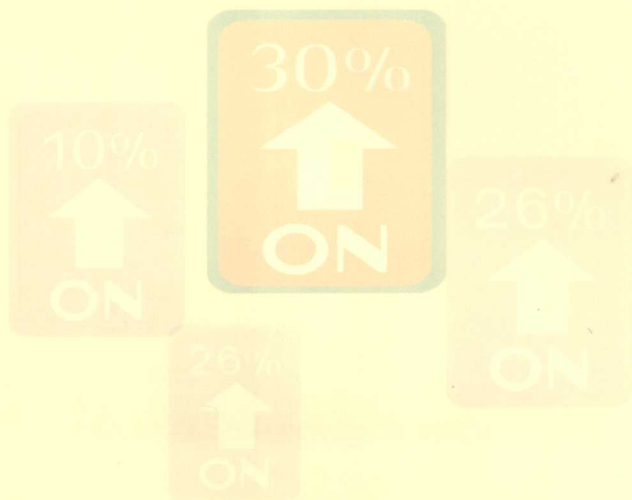


股权分置改革后的 上市公司治理

封文丽 著



冶金工业出版社

<http://www.cnmp.com.cn>

河北经贸大学学术著作出版基金资助

股权分置改革后的 上市公司治理

封文丽 著

北 京
冶金工业出版社
2009

内 容 提 要

本书内容共7章。第一章以股权分置改革背景为切入点,介绍了股权分置改革中的对价方案,并分析了股权分置改革对上市公司治理的影响。第二章在综述上市公司目标取向理论基础上,论证了我国上市公司股权分置改革后应以MVA最大化作为目标取向。第三章论述了以权证、股票价格指数期货为代表的股权分置改革后中国证券市场的创新。第四章至第六章分析了股权分置改革后的上市公司股权激励、并购及证券市场的监管问题。最后第七章阐述了股权分置改革后中国证券市场国际化的前景。

本书适合证券投资、经济管理等相关专业的研究人员参考阅读。

图书在版编目(CIP)数据

股权分置改革后的上市公司治理/封文丽著. —北京:
冶金工业出版社, 2009. 3

ISBN 978-7-5024-4851-6

I. 股… II. 封… III. ①上市公司—股份制—研究—中国
②上市公司—企业管理—研究—中国 IV. F279. 246

中国版本图书馆CIP数据核字(2009)第022379号

出 版 人 曹胜利

地 址 北京北河沿大街嵩祝院北巷39号,邮编100009

电 话 (010)64027926 电子信箱 postmaster@cnmip.com.cn

责任编辑 杨盈园 美术编辑 张媛媛 版式设计 葛新霞

责任校对 栾雅谦 责任印制 牛晓波

ISBN 978-7-5024-4851-6

北京百善印刷厂印刷;冶金工业出版社发行;各地新华书店经销

2009年3月第1版,2009年3月第1次印刷

850mm×1168mm 1/32; 7.375印张; 198千字; 227页; 1-2500册

26.00元

冶金工业出版社发行部 电话:(010)64044283 传真:(010)64027893

冶金书店 地址:北京东四西大街46号(100711) 电话:(010)65289081

(本书如有印装质量问题,本社发行部负责退换)

前 言

2005年4月29日，中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，拉开了中国证券市场股权分置改革的序幕。作为最重要的制度创新，股权分置改革为中国上市公司完善法人治理结构提供了基本的制度保证，使上市公司治理从目标取向到股权激励、从公司并购到证券市场创新及监管等方面实现脱胎换骨的转变。此外，股权分置改革将进一步消除中国证券市场与国际惯例的制度性差异，加速中国证券市场的国际化进程。

以权证、融资融券、股票价格指数期货为创新代表的资本衍生品的推出，拓宽了国内投资者的投资渠道，提高了证券市场的效率，优化了上市公司治理的市场环境。全流通的实施为股权激励制度的设计创造了前提条件，股权分置改革塑造的市场化的统一价格形成机制，极大降低了公司并购重组的交易成本，加上国内产业结构升级的需求增大，以证券市场为主阵地的并购重组将演变为产业间要素整合、优势互补、激发效率的内在动力。

由于在股权分置改革完成后，证券市场的违法违规行为出现了新动向，上市公司的运作具有了新特点，证券公司的风险呈现了新特征。因此，作为证券市场监管的主要内容，对这些行为和对象的监管成为急需研究的新课题。

股权分置改革将给中国证券市场带来一系列根本性变化，最重要的是奠定了与国际接轨的基础，加速了资本市场国际化进程。因此，中国证券市场的国际化也需进一步关注和深入研究。

本书以股权分置改革这一中国证券市场发展实践为研究

背景，从上市公司目标取向到证券市场的创新及其国际化等多个纬度，分别进行了深度探究，全面系统地分析了股权分置改革对上市公司治理的影响，并提出针对性地解决股权分置改革后上市公司治理所出现的新问题的举措，体现了很强的实践性、一定的创新性和前瞻性。

本书适合证券投资、经济管理等相关专业的研究人员参考阅读。由于作者水平所限，书中不妥之处恳请各位同行与广大读者批评指正。

著 者

2008 年 11 月

目 录

第一章 股权分置改革与上市公司治理	1
第一节 股权分置改革的背景及方案	1
一、股权分置改革问题的提出	1
二、股权分置改革的演进	3
三、股权分置改革的方案	4
第二节 股权分置改革对上市公司治理的影响	7
一、股权分置改革对完善上市公司治理的推动	7
二、股权分置改革后更为突出的上市公司治理问题	14
三、股权分置改革后上市公司治理完善的政策建议	17
第二章 股权分置改革后上市公司目标取向	22
第一节 上市公司目标取向理论综述	23
一、国外研究综述	23
二、国内研究综述	26
第二节 股权分置改革后我国上市公司的目标取向	27
一、上市公司的目标函数	27
二、MVA(市场增加值)目标函数	31
第三章 股权分置改革后证券市场的创新	36
第一节 股权分置改革与权证	36
一、权证概述	36
二、我国权证开发的历史回顾及反思	47
三、权证在股权分置改革中的应用	48
四、股权分置改革中权证风险防范	51
第二节 证券市场信用交易——融资融券制度	55

一、融资融券的基本内涵	56
二、融资融券与一般交易的区别	57
三、融资融券制度推出对证券市场的影响	57
四、融资融券交易制度设计	66
五、风险控制与监管	74
第三节 股权分置改革与股票价格指数期货	75
一、股权分置改革消除股指期货出台障碍	75
二、股指期货推出对证券市场的影响	77
三、股指期货推出对上市公司治理的影响	88
第四章 股权分置改革后上市公司股权激励	92
第一节 股权分置改革前的上市公司股权激励	93
一、股权分置改革前我国上市公司高管薪酬 及股权激励制度实施现状	93
二、股权分置改革前我国上市公司高管薪酬 及股权激励制度特点	94
第二节 股权分置改革后上市公司股权激励	96
一、股权分置改革对上市公司股权激励的影响	96
二、股权分置改革后上市公司股权激励实施 环境的优化	97
三、股权分置改革后我国上市公司股权激励现状 分析	100
四、股权分置改革后制约股权激励效率的其他因素	106
五、股权分置改革后推进股权激励制度的对策建议	109
第五章 股权分置改革后上市公司并购	117
第一节 股权分置改革后上市公司并购的新特征	117
一、并购动力机制不断强化	117
二、并购方式呈现多变性，并购成本不断降低	119
三、支付手段趋于多样化，支付方式更加灵活	121

四、并购主体范围趋于扩大，进入门槛逐步降低·····	124
五、并购模式转变·····	125
六、外资并购将更加活跃·····	126
七、并购与反并购对抗更加激烈·····	127
第二节 股权分置改革后上市公司并购的财务安排·····	129
一、股权分置改革后上市公司并购财务安排的新特点·····	129
二、股权分置改革后上市公司并购融资方式的改进·····	130
第三节 股权分置改革后上市公司并购法律法规的制定和完善·····	132
一、股权分置改革前上市公司并购法律法规体系及其实施情况·····	133
二、股权分置改革后上市公司并购法律法规体系的修订和补充·····	134
三、股权分置改革后上市公司并购法律法规体系的进一步完善·····	136
第六章 股权分置改革后证券市场的监管·····	139
第一节 股权分置改革后对市场违法违规行为的监管·····	139
一、股权分置改革后市场违法违规行为的新动向·····	139
二、股权分置改革后对违法违规行为监管的新举措·····	141
第二节 股权分置改革后上市公司的监管·····	146
一、股权分置改革后上市公司的新变化·····	146
二、上市公司规范运作的新情况·····	148
三、上市公司监管新举措·····	151
第三节 股权分置改革后证券公司的监管·····	152
一、股改后证券公司监管的重点·····	153
二、监管具体举措·····	153

第七章 股权分置改革后中国证券市场的国际化	159
第一节 证券市场国际化概述	159
一、证券市场国际化的含义	159
二、证券市场国际化的一般规律	160
三、证券市场国际化的利益	161
四、证券市场国际化进程中的风险及防范	161
第二节 股权分置改革前中国证券市场被边缘化的风险	169
一、国内优质企业纷纷选择国际证券市场上市	171
二、国内投资者选择其他证券市场投资而导致资本溢出	171
第三节 中国证券市场国际化推进	172
一、对中国证券市场国际化具有重大推动作用的政策	172
二、国有股及国资管理的两个全新理念	176
第四节 中国证券市场国际化的未来前景	178
一、与中国企业全球化的同步推进	178
二、国际化的未来方向	180
三、A、B 股市场并轨	180
附录	182
附录 1 上市公司股权分置改革管理办法	182
附录 2 上海证券交易所权证管理暂行办法	192
附录 3 深圳证券交易所权证管理暂行办法	200
附录 4 证券公司融资融券试点管理办法、内部指引	208
参考文献	224

第一章 股权分置改革与 上市公司治理

第一节 股权分置改革的背景及方案

一、股权分置改革问题的提出

我国上市公司的股权分置显然是有中国特色的，是我国特殊国情、特殊条件、特殊背景的产物，是诸多历史因素交织且综合作用的结果，也是我国经济体制改革不配套和股票市场制度设计不合理所留下的制度性缺陷。

在改革初期，处于支配地位的观点是国有资产不能流通，流通就是国有资产流失。为了满足国有资产不流通又要进行股份制改革试点的要求，证券市场的开荒者创造性地设计出股权分置制度，即在同一个公司，设置诸如国家股、国有法人股、法人股、内部职工股、社会公众股等不同类别的股份，不同类别的股份拥有不同的权利。为保持国有股东的控制权，规定上市公司约1/3的股份可上市流通（流通股），其余2/3股份暂不上市流通（非流通股）。此两类股份，同股不同权、同股不同利，此即“股权分置”问题。虽然股权分置现在已成为阻碍证券市场进一步发展的制度性枷锁，但在当初，正是这一股权制度的创新，催生了中国的证券市场。

股权分置的后果是显而易见的。在宏观上，股权分置直接导致了上市公司的股权结构不合理、不规范，使公司治理缺乏共同的利益基础，造成了同股不同权、同股不同利和同股不同价的“怪异”现象，这既不符合国际惯例，也不利于“入世”后我国证券市场与国际市场顺利接轨，更不能充分体现市场公平的原则，从而影响资本市场定价功能和优化资源配置功能的正常发

挥，并且，还对股票市场的有序发展及其运行机制的完善产生了很多消极影响。在微观上，股权分置损害了上市公司的利益机制，使上市公司非流通股股东与流通股股东之间的利益关系处于完全不协调甚至对立的状态，导致上市公司控股股东的管理行为严重扭曲，甚至成为上市公司疯狂追求高溢价股权融资的制度基础；对整个股票市场而言，股权分置使得股票发行价、交易价、总市值等概念失去了其本身的内涵，往往会引发市场信息失真，从而影响股票市场预期稳定和价格发现功能，不利于股票市场创新和股票市场整体的规范发展。鉴于此，股权分置这个悬在我国股票市场上的“达摩克利斯之剑”到了非尽快消除不可的时候，股权分置改革已刻不容缓。

关于股权分置的提法，最开始提出的是国有股减持，后来提出全流通，现在又提出解决股权分置，其实三者的含义是完全不同的。国有股减持包含的是通过证券市场变现和国有资本退出的概念；全流通包含了不可流通股份的流通变现概念；而解决股权分置问题是一个改革的概念，其本质是要把不可流通的股份变为可流通的股份，真正实现同股同权，这是资本市场基本制度建设的重要内容。而且，解决股权分置问题后，可流通的股份不一定就要实际进入流通，它与市场扩容没有必然联系。明确这一点，有利于稳定市场预期，并在保持市场稳定的前提下解决股权分置问题。

股权分置改革就是要在市场条件变化的情况下，对两类股东的股份予以重新确认。并由两类股权分置改为不分置，全部进入市场流通，且改革后两者权利、义务相同。股改的最终目的，就是要改善上市公司的治理结构，以消除制度赋予非流通股股东对公司的垄断控制权，防止同股不同权和同股不同利的现象继续发生。

非流通股一旦进入市场流通，市场流通筹码大量增加，就会破坏原有高溢价发行的少数流通股的市场条件。在原来股权分置条件下，流通股之所以能高溢价发行，是因为数量巨大的非流通股不流通。现在进行股权分置改革，非流通股要进入市场流通，理所当然要对两类股东的持股成本进行核算并重新确认两类股东

的股权。股权分置改革就是对两类股东的股权予以重新确认后，全部股票才会进入市场流通。

二、股权分置改革的演进

（一）国有股变现解决国企改革和发展资金需求

通过国有股变现解决国企改革和发展资金需求的尝试，开始触动股权分置问题。1998年下半年到1999年上半年，为了解决推进国有企业改革发展的资金需求和完善社会保障机制，开始进行国有股减持的探索性尝试。但由于实施方案与市场预期存在差距，试点很快被停止。2001年6月12日，国务院颁布《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》也是该思路的延续，同样由于市场效果不理想，于当年10月22日宣布暂停。

（二）推进资本市场改革开放和稳定发展的一项制度性变革

作为推进资本市场改革开放和稳定发展的一项制度性变革，解决股权分置问题正式被提上日程。2004年1月31日，国务院发布《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，明确提出“积极稳妥解决股权分置问题”。“在解决这一问题时要尊重市场规律，有利于市场的稳定和发展，切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益”。这是对解决股权分置问题提出的总体要求。

（三）股权分置改革的全面实施

2005年4月29日，中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，宣布启动股权分置改革试点工作。5月30日，中国证监会与国务院国资委联合发布了《关于做好股权分置改革试点工作的意见》。在5月9日——“五一”节后首个股市开盘日，证监会推出了股权分置改革4家试点上市公司。6月19日，证监会公布了第二批共42家股权分置改革试点公司名单。经过两批试点之后，8月下旬，经国务院批准，证监会、国资委、财政部、央行、商务部联合发布了《关于上市公司股权分置改革的指导意见》，认为股权分置改革试点工作已

经顺利完成，改革的操作原则和基本做法得到了市场认同，改革的政策预期和市场预期逐渐趋于稳定，总体上具备了转入积极稳妥推进的基础和条件。9月上旬，在证监会和国资委先后发布《上市公司股权分置改革管理办法》及《关于上市公司股权分置改革中国有股股权管理有关问题的通知》之后，股权分置改革正式全面展开。11月10日，证监会、国资委等五部门首次联合在京召开包括相关部委官员、各省（区、市）负责股改事务的官员及重点国企负责人参加的全国性股改会议，强调要适当加快股改进程。随后，各地纷纷召开会议，对管辖内上市公司股权分置改革进程做出具体部署。截至2006年底，沪深两市已完成或进入改革程序的上市公司共1301家，占应改革上市公司的97%，对应市值占比98%，未进入改革程序的上市公司仅40家。股权分置改革任务基本完成。

三、股权分置改革的方案

此次股权分置改革吸取了以前改革的经验教训，并没有提供一个具体统一的操作方案，而是由“试点上市公司股东自主决定股权分置问题解决方案”。对于试点上市公司和保荐机构，监管部门也只是提出了一些原则性的要求。

因为各上市公司的历史背景、现实状况、发展水平、管理能力等存在着相当大的差异，所以也就很难要求监管部门集中决策，制定一个统一的改革方案和标准。此次改革的一个最明显的特点就是变整体统一决策为个体分散决策，从而使方案的可操作性更强、改革试点的推进更容易。改变了监管当局直接与市场博弈的被动局面，取而代之的是各类市场主体之间的相互博弈，把定价机制以及补偿方式等问题都留给了相关利益方。在目前这种制度下，原来的统一试错变成了分散试错，从而将市场整体的系统性风险转化为个体风险。

对价支付问题是股权分置改革中的核心问题。首批试点的4家公司方案的理论依据都是“流通股股东拥有流通权价值”，非

流通股股东获得所持股份的流通权会导致流通股股东所持股权利益的损失或资本利得的减少，故应以对价方式向流通股股东进行一定的支付或补偿。对流通股股东“补偿”的形式和力度取决于现行流通股股价与其基本价值之间的差距，如果流通股股价基本上接近或反映了股票的价值，那么非流通股股东只需做出一些较小的让步，或者配合采取某些稳定价格的措施。如果流通股股价仍然偏高于基本价值，也就是说存在较大的溢价，非流通股股东可能需要做出一些较大的让利。总之，需要以价值为基础，利用市场调节，推进股权分置改革进程，最终实现流通股股东和非流通股股东双赢的局面。

从前几批试点企业和目前业已实施的对价方案来看，对价方式已呈现出多样化的特征，但主流支付方式主要包括以下几种：

(1) 存量送股方案。该方案通过非流通股股东向流通股股东赠送所持存量股份来支付对价，这是第一批试点方案中被广泛采用的方式，也是最方便、快捷、简化的对价方式。

该方案的主要特点是：实施送股后，上市公司的总股本、每股收益、每股净资产均保持不变，但因为上市公司股价在试点后出现自然除权，股价下跌，从而带来上市公司的市盈率、市净率水平的大幅度降低，从而提高了上市公司的相对估值的吸引力。从适用范围来看，此方案适用于大股东持股比例较高，并且有能力支付股份，存量送股后能满足控股股东持股底线，不丧失控股权的上市公司。

尽管送股可能会在一定程度上影响上市公司实施其既定的发展战略，但因其操作直接简便、便于投资者判断，且较符合投资者的心理偏好，故较易获得市场和监管部门的认可。

(2) 扩股方案。该方案通过上市公司实施资本公积转增股本或送红股，非流通股股东将所获股份赠送给流通股股东的方式来支付对价。该方案的主要特点是：实施扩股之后，上市公司的总股本规模扩大，上市公司的每股收益、每股净资产下降；虽然非流通股股本数量维持不变，但持股比例下降。扩股方案从本质

上来看是一种间接送股，上市公司股价也将出现除权过程。从适用范围来看，扩股方案适用于每股净资产较高，每股收益较高，有能力实施扩股的上市公司。

(3) 缩股方案。该方案通过上市公司以零回购价格，向非流通股股东回购并注销其所持部分股份，公司相应减少注册资本的方式支付对价。该方案的主要特点是：实施缩股后，上市公司的总股本规模缩小，非流通股股东的持股比例下降，上市公司的每股收益、每股净资产提升。流通股股东虽没有得到直接的实际补偿，但其预期收益在于希望通过缩股，使公司财务质量相应提高，提升公司的整体投资价值。

从适用范围来看，实施缩股的上市公司一般要求大股东持股比例较高，并且由于总股本减少，上市公司资产负债率上升，这将影响上市公司的负债水平，因此需要征求主要债权人的认可。缩股后因上市公司的总股本减少，同时减少了控股股东的股权，对市场的扩容压力较小。从实施效果看，缩股对非流通股股东持股比例的影响最大，因而一般只适用于对持股比例要求不高的竞争行业。

(4) 现金方案。该方案通过非流通股股东向流通股股东直接支付现金或以上市公司资本公积金向全体股东派现后非流通股股东将所获现金转送给流通股股东的方式支付对价，这是一种相当直截了当的支付方式，比较容易得到流通股股东的认可。非流通股股东支付现金对价后，上市公司的总股本保持不变，公司每股收益、每股净资产均不变，并不影响上市公司的估值水平。从适用范围来看，现金支付方案需要大股东具备较强的现金支付能力，故一般是那些现金流比较充裕、不至于因现金流减少导致财务压力或近年来行业景气度较高的上市公司。通过现金支付，大股东不必担心失去控股权。但单一的现金对价方案并非投资者心理上欢迎的方式，通常作为一种辅助手段与其他对价方式结合运用。

(5) 权证方案。该方案通过非流通股股东向流通股股东无偿发放权证的方式来支付对价，发放的权证类型包括认股权证和认沽权证两种，其中按照执行日期的不同又可以分为欧式及美式

权证。由于权证本身是一种规避风险的衍生金融工具，因此它具备了高财务杠杆和风险对冲的特殊功能，并且有利于引入市场定价机制。当流通股价格在某一时点低于预设值时，权证持有者可从发行者那里获得市价与预设值差额的补偿，使投资风险大大降低。对非流通股股东而言，通过权证对价，在获得流通权利的同时，不仅无需大量现金流出和股份转出，进而避免了利益的外溢，并且缓解了公司的财务压力。

一般来说，发行权证不会改变上市公司的股本规模以及估值水平。从适用范围来看，认股权证比较适合那些经营稳健、成长性好的上市公司；而认沽权证比较适合那些当前流通股股价被严重低估，甚至低于每股净资产的上市公司。

(6) 综合方案。非流通股股东还可以通过将前述方案进行打包组合，形成一个综合性的试点方案，以满足流通股股东的不同需要，同时也可以平衡非流通股股东的支付压力。如非流通股股东可以采取送股、派现、认股权证、认沽权证等相结合的方式，使得非流通股股东既不失去控股权，又不需支付太多现金，还可以满足流通股股东的风险转移需要。从适用范围来看，综合方案适用于绝大多数的上市公司。

此外，还可能有一些辅助方案。在主方案的基础之上，非流通股股东还可以采取其他一些辅助方式来支付对价。即以主方案为基础，再增加一些辅助措施，以保护流通股股东的利益。如上市公司非流通股股东还可以通过承诺减持期限及减持价格，以及承诺在股权分置方案实施后，在股价跌破一定价位后增持或发布要约收购等方式来辅助支付流通对价。

第二节 股权分置改革对上市公司治理的影响

一、股权分置改革对完善上市公司治理的推动

股权分置改革不仅仅是解决市场本身的问题，也是解决公司

治理问题的重要前提，为上市公司完善法人治理结构提供了基本的制度保证。股权分置问题的逐步解决，虽不能立刻从根本上消除股市的所有问题，使中国的上市公司治理实现脱胎换骨的转变，但它提供了一种条件，将大大降低完善公司治理的成本，推动证券市场的发展。

（一）股改催生资本市场高效发展

股改完成后，市场对实体经济反映的敏感度将提高，“政策市”的烙印将随着市场功能的完善而逐渐淡化，市场有效性将逐步提高。

可以说，股权分置改革本身，就是资本市场最重要的制度创新。股改的过程也是不断创新的过程。股改启动以来，交易产品、交易制度和交易方式等方面，都有所创新，如权证的推出，在权证交易中 $T+0$ 回转交易的实施，股改对价和上市公司股东分类表决的推行等。

在全流通背景下，由于股改破除了制度“瓶颈”，又由于《证券法》和《公司法》的修订解除了制约证券市场创新和发展的“禁令”，使人们对市场的创新有了更丰富的想象空间。融资融券、指数期货和做空机制有可能在股改完成后逐步推出。证券市场的做市商制度、差异化机制和其他证券衍生产品等，也将在以后不断提上创新日程。

（二）抑制一股独大结构下的大股东权力滥用，优化股权结构，健全公司治理机制

在股权分置改革实施过程中，部分上市公司因第一大股东代为其非流通股股东支付对价等因素，非流通股股东间的持股比例差距缩小。部分股改后的上市公司流通股股东持股比例明显高于非流通股股东。有关数据表明，实行股改试点的第一批、第二批 45 家上市公司的非流通股股东持股比例平均下降了 10.4%。而在全部上市公司股改后，流通股股东平均持股比例上升 10%~15%。合理分散的股权结构有利于各股东间的决策制衡和利益平衡，大股东和少数股东间的冲突有利于委任更有股东基础的董