

GUQUANFENZHI
GAIGEQUANJIECHU

股权分置

改革

破解我国证券市场健康发展的制度性难题

全接触

傅子恒 / 编著

制度性缺失：我国股权分置问题的由来及问题解决的历史沿革

尊重历史创新未来：2005 年以来股权分置改革的指导

制度规范与信心维护：股权分置改革的市场影响与效应分析

结论与建议：抓住股权分置改革契机，夯实我国证券市场长期健康发展的制度基石



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

股权分置改革全接触/傅子恒编著. —北京:经济管理出版社, 2006

ISBN 7-80207-488-6

I. 股... II. 傅... III. 上市公司—股份制—经济体制改革—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 002297 号

出版发行: **经济管理出版社**

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话: (010) 51915602

邮编: 100038

印刷: 北京银祥印刷厂

经销: 新华书店

责任编辑: 张丽生

技术编辑: 杨 玲

责任校对: 全志云

787mm×1092mm/16

15 印张

228 千字

2006 年 3 月第 1 版

2006 年 3 月第 1 次印刷

印数: 1—4000 册

定价: 29.80 元

书号: ISBN 7-80207-488-6/F·460

• 版权所有 翻印必究 •

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部

负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974

邮编: 100836

内 容 提 要

本书共分上、下两篇。上篇主要以实证方式对困扰我国证券市场多年的股权分置问题的产生、问题解决的历史沿革进行了考察与回顾，并全面分析了2005年以来及至目前正在进行的股权分置改革的指导思想、主要实践方式，以及这一问题的解决对我国证券市场未来发展与二级市场行情演变所产生以及所可能产生的影响。下篇主要是对股权分置改革所涉及的市场创新活动进行介绍，共分为四个专题，包括：股指期货专题、权证专题、期权与上市公司激励专题以及中国股市的对外开放专题。本书的目的与宗旨是，希望读者通过对本书的阅读，可以对当前正在如火如荼进行中的，并且在未来一两年之内都将是证券市场核心任务的股权分置改革问题的来龙去脉、主要影响以及市场交易品种与交易制度的创新等方面，有一个全方位的、深入的了解。

目 录

上篇 破解我国证券市场健康发展的制度性难题

——股权分置问题解决的历史沿革、具体实践及股市效应分析

第一章 制度性缺失：我国股权分置问题的由来及问题解决的历史沿革·····	3
第一节 问题的产生与由来·····	3
第二节 我国股市深层次矛盾与问题的总源头之一：股权分置的弊端 分析·····	4
第三节 股权分置问题解决的历史沿革：由“国有股减持”、“国有股 全流通”到解决股权分置·····	12
第二章 尊重历史创新未来：2005 年以来股权分置改革的指导 原则与具体实践·····	16
第一节 问题解决的指导原则：保护流通股股东利益就是尊重历史、 尊重现实·····	16
第二节 政府定原则，市场定方案：第一、二批试点公司的具体实践 及其评价·····	17
第三节 “对价支付”的主要定价方式：三个主要模型及各自参数的 选取·····	20
第四节 对价支付形式各不相同，送股方式受到普遍欢迎·····	24
第五节 上市公司承诺与股价稳定、市场创新·····	25

第三章 制度规范与信心维护：股权分置改革的市场影响与效应分析	34
第一节 消除市场健康发展的制度隐患：股权分置改革的深层次影响分析	34
第二节 提升与维护投资者信心是股市步入良性发展的前提：股权分置改革的二级市场影响分析	38
第四章 结论与建议：抓住股权分置改革契机，夯实我国证券市场长期健康发展的制度基石	48

下篇 股权分置改革涉及的市场创新及市场开放

第一章 权证专题	53
第一节 权证的定义、分类及基本要素	53
第二节 权证的历史及发展现状	57
第三节 权证的价值影响因素、交易特点及其波动效应	59
第二章 股指期货专题	66
第一节 了解期货与股指期货	66
第二节 股指期货的产生、主要发展历史及其现状概述	68
第三节 股指期货的交易特点、交易规则及主要功能作用	70
第四节 股指期货交易在投资实战中的应用及策略选择简介	74
第五节 我国开展股票指数期货的必要性与可行性分析	77
第六节 沪深交易所主要成份股指数简介	81
第三章 股票期权与上市公司内部激励专题	101
第一节 股票期权的定义及设计逻辑	101

第二节 股票期权的积极作用与潜在的消极影响·····	103
第三节 股票期权在我国的发展及股权分置改革中的主要实践·····	104
 第四章 中国股市的对外开放·····	112
第一节 各国证券市场对外开放的模式选择及其主要特征·····	112
第二节 我国证券市场的开放历程及策略选择·····	114
第三节 现阶段我国资本市场的特点决定对外开放仍需要稳步 推进·····	125
 附注：一、关于股权分置改革过程中适用的几个法律问题·····	134
二、截至 2006 年 1 月 20 日沪深两市所有已宣布进行股改的 A 股 公司预案一览·····	135
 附录一：《中华人民共和国证券法》·····	152
附录二：《中华人民共和国公司法》·····	188
附录三：《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》·····	222
 主要参考文献·····	228
 后记·····	230

上 篇

破解我国证券市场 健康发展的制度性难题

——股权分置问题解决的历史沿革、
具体实践及股市效应分析

第一章 制度性缺失：我国股权分置问题的由来及问题解决的历史沿革

第一节 问题的产生与由来

我国的证券市场是改革开放的标志性产物之一，它起初是为中国特色社会主义市场经济建设进行探索而设立的，因而设立时带有“试验田”的性质，股权分置即是指在这一特殊历史条件下形成的上市公司股权结构中“两种不同性质股票”之间的差异，即非流通的国有、法人股，以及可流通的社会公众股，由于股权“流动性”方面的人为限制，造成了两类不同股份之间“不同股、不同价、不同权”的现象；由股权分置，衍生出了我国证券市场中不同股份之间不同的市场制度、结构与交易习惯的“二元化”（Dualistic）割裂的市场。

股权分置问题（The problem of equity division）产生于这样的历史背景之下：20世纪80年代末期至90年代初期，在经济改革与对外开放进程中，我国开始对国有企业进行股份制改造，目的是试图通过建立现代企业制度，改善国有企业的公司治理结构。这一初衷决定了我国股票市场建立的目标之一即是为国有企业改制服务。但在90年代初期，人们对股份制改革和设立证券市场存在着“三大担心”，即：第一，发行股票会不会产生私有化的问题；第二，发行股票中是否会出现国有资产流失的问题；第三，发行股票后是否会影响公有经济的主导地位问题。出于对这三大问题的担心，起初发行股票的时候采取了一个折中方案，即将原有的存量国有企业资产，界定为非流通股（包括国

家股、国有法人股)，股票的发行则采取增量方式，也就是在原来界定的资产的基础上，再溢价增发一些股票，原有股票则变成非流通股。1992年5月，《股份公司规范意见》等文件出台，其中明确规定，在我国证券市场中，国家股、法人股、公众股、外资股四种股权形式并存，上市时除社会公众股可以流通以外，国有股、法人股“暂不流通”。这一制度在其后的新股发行与上市实践中被固定下来，定格形成我国股市发行与交易的二元股权结构并延续至今。这就是所谓的我国证券市场独有的股权分置问题。

截至2005年年中，沪深两市所有登记在册并正常存续的所有上市公司的股权结构为（包含B股及同时在A股市场上市的H股）：上市公司股本总额为7396.95亿股，其中，非流通股份（含国有股、发起人法人股及一般法人股）为4694.57亿股，占64%，社会公众流通股股份为2662亿股，占据总份额的36%；在非流通股中，国家及国有法人股为3474亿股，占非流通股的74%。即国有及国资背景的股份占据绝对控股地位。

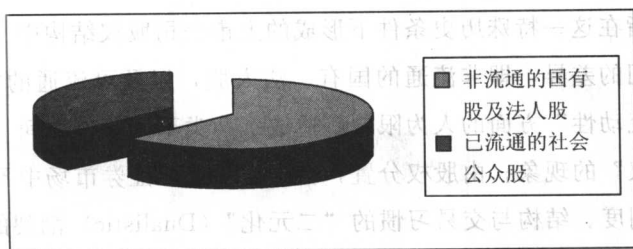


图 1.1 我国股权结构比例示意图（资料截至2005年6月30日）

第二节 我国股市深层次矛盾与问题的

总源头之一：股权分置的弊端分析

由认识差异以及试点进程中的谨慎抉择、人为割裂所造成的股权分置问题

自产生以来，就一直成为困扰我国证券市场健康发展的深层次原因之一，我国股市所独有的一系列问题，如一股独大、包装上市、虚假重组、大股东操纵、恶意掏空上市公司等行为时有上演，使得证券场所固有的资源配置功能、价格发现功能、经济“晴雨表”功能及投资增值功能等基本功能一直难以真正形成。有人形容股权分置是我国股市形形色色问题的“万恶之源”，这一判断未免带有太多感情色彩而过于夸张，但股权分置问题的确是我国股市所特有的、区别于其他市场的一系列问题的总源头之一。

总结股权分置给证券市场带来的诸多弊端，笔者将它主要归结为以下三个方面：

(1) 股权分置按股份能否直接在二级市场流通所划分的股份类别，人为割裂了股东利益的一致性，使得原本应该一致的股东之间的利益关系处在不协调甚至是对立的状态，进而形成了其他一系列的问题。

非流通股份不能在二级市场直接流通，但现代企业制度又要求产权进行流动，这一矛盾造成了非流通股份必然寻找自己的流通渠道与流通方式，使得我国上市公司的非流通股股权交易逐渐形成了一个独立于两大证券交易所之外的“法人股流通市场”；而两类股份完全形成了各自独立的交易制度、交易市场与定价体系：

在交易方式上，流通股转让通过上海、深圳两个交易所的自动撮合系统迅速报价（要约和承诺），很方便地就可完成交易与交割程序，而国有股的转让主要是通过对手谈判，购、售双方通过各自的董事会、主管机关等相关部门批准后签约，继而完成交易程序。

在交易制度方面，法人股的交易对手主要是法人单位，需要履行一系列的谈判、审批、过户手续，流通股股东可以是一切具有合法身份的交易主体，包括法人与自然人。

在定价基础与依据上，流通股份相对简单，即交易双方在自我判断的基础上依靠交易所电脑报价系统及时、自发完成，而非流通的国有、法人股主要是约定俗成地依托公司的净资产值进行定价，两种股份的价格常常差异巨大。因非流通股份数量巨大，在大多数上市公司中常常处于控股地位，大股东之间的

较低的股权交易往往主导着不具有控股优势，但支付成本较高的流通股股东，基于不同的利益动机，大股东在上市公司的发展方向、经营行为、分配制度等一系列方面常常与流通股股东不相一致，使得大股东侵害中小流通股股东利益的现象时常发生。

(2) 股权分置人为制造了市场的“外部性”，是造成上市公司经营短期行为的原因之一，同时也是股票二级市场更多注重投机、难以形成长期投资理念的根本原因。

持续经营是现代企业长期生存和发展的先决条件，上市公司业绩是其股票二级市场价格支撑的核心因素。但是多年来，我国股市的一个特有现象是上市公司的持续经营能力很差，大量公司的控股大股东频繁更迭，业绩表现没有连续性。我国股市产生至今仅有十多年的历史，而在这十多年中，许多上市公司早已是面目全非。截至 2005 年 11 月，在我国沪深交易所上市的公司共有 1381 家，其中正常存续的 A 股公司共有 1360 家左右，但统计显示，自我国证券市场产生时起，至 2005 年 10 月份止，这 1360 家左右的上市公司共有 575 家（次）公司的全称进行了变更，而公司更名的主要原因就是大股东变更。控股股东如此频繁地更换，在全球市场中恐怕也属少见，仅此一点即可见上市公司短期行为之一般。

表 1.1 沪深部分 A 股上市公司历史上更名情况一览表

证券代码	证券简称	原证券简称	更改后证券简称	更改日期
000004	国农科技	北大高科	国农科技	2005-08-18
000004	国农科技	深安达 A	北大高科	2001-04-18
000004	国农科技	深安达 A	北大高科	1999-04-27
000008	宝利来	亿安科技	宝利来	2005-05-23
000008	宝利来	深锦兴 A	亿安科技	1999-08-18
000009	深宝安 A	ST 深宝安	深宝安 A	2000-04-14
000012	南玻 A	南玻科控	南玻 A	2003-10-24
000012	南玻 A	深南玻 A	南玻科控	2001-04-19
000014	沙河股份	深华源 A	沙河股份	1998-06-15

续表

证券代码	证券简称	原证券简称	更改后证券简称	更改日期
000024	招商地产	招商局 A	招商地产	2004-06-24
000024	招商地产	深招港 A	招商局	2000-07-28
000028	一致药业	深益力 A	一致药业	2001-06-22
000030	ST 盛润 A	莱英达 A	ST 盛润 A	1998-06-15
000046	光彩建设	南油物业	光彩建设	1999-08-04
000048	康达尔 A	中科创业	康达尔 A	2001-05-08
000048	康达尔 A	康达尔 A	中科创业	1999-12-13
000049	德赛电池	深 万 山	德赛电池	2005-06-28
000049	德赛电池	深万山 A	德赛电池	2004-02-12
000060	中金岭南	有色中金	中金岭南	2000-05-17
000509	同人华塑	天歌科技	同人华塑	2004-04-21
000509	同人华塑	天歌集团	天歌科技	1999-12-29
000509	同人华塑	川天歌 A	天歌集团	1996-12-02
000515	攀渝钛业	渝 钛 白	攀渝钛业	2004-10-13
000517	甬 成 功	甬 中 元	甬 成 功	1999-11-12
000518	四环生物	振新股份	四环生物	2001-03-19
000518	四环生物	ST 振 新	四环生物	2001-01-11
000518	四环生物	PT 苏三山	PT 振新	1999-09-29
000518	四环生物	苏 三 山	四环生物	1998-05-04
000526	旭飞投资	好 时 光	旭飞投资	2005-08-08
000526	旭飞投资	厦海发 A	好 时 光	1999-04-19
000537	广宇发展	南开戈德	广宇发展	2004-05-10
000537	广宇发展	津国商 A	南开戈德	1999-10-13
000540	世纪中天	中天企业	世纪中天	2000-12-26
000540	世纪中天	黔中天 A	中天企业	1998-09-16
000583	* ST 托普	川长征 A	托普软件	1998-06-08
000586	汇源通信	川长江 A	汇源通信	2002-04-08
000600	建投能源	国际大厦	建投能源	2004-06-01
000676	思达高科	河南思达	思达高科	2000-09-15
000688	朝华集团	朝华科技	朝华集团	2002-11-07
000688	朝华集团	涪陵建陶	朝华科技	2000-07-24
000693	聚友网络	泰康股份	聚友网络	1999-06-04

续表

证券代码	证券简称	原证券简称	更改后证券简称	更改日期
000700	模塑科技	兴澄股份	模塑科技	2000-05-26
000702	正虹科技	正虹饲料	正虹科技	2001-03-29
000968	煤气化	神州股份	煤气化	2004-09-14
600081	东风科技	东风电仪	东风科技	2000-08-28
600123	兰花科创	兰花股份	兰花科创	2000-03-01
600601	方正科技	延中实业	方正科技	1998-11-02
600602	广电电子	真空电子	广电电子	2001-06-28
600608	上海科技	一钢异型	上海科技	2000-12-08
600619	海立股份	冰箱压缩	海立股份	2001-07-24
600633	白猫股份	双鹿电器	白猫股份	1998-05-04
600653	申华控股	华晨集团	申华控股	2002-03-18
600653	申华控股	申华实业	华晨集团	1999-11-22
600657	青鸟天桥	北京天桥	青鸟天桥	1999-04-20
600658	兆维科技	北京天龙	兆维科技	2000-04-18
600673	阳之光	成量股份	阳之光	2003-10-10
600703	天颐科技	活力28	天颐科技	2001-02-06
600711	雄震集团	龙舟股份	雄震集团	1999-09-20
600714	金瑞矿业	山川股份	金瑞矿业	2004-11-15
600718	东软股份	东大阿派	东软股份	2001-06-18
600726	华电能源	龙电股份	华电能源	2004-07-01
600728	新太科技	远洋渔业	新太科技	2000-06-12
600732	上海新梅	上海港机	上海新梅	2004-01-16
600748	上实发展	浦东不锈	上实发展	2003-03-03
600756	浪潮软件	齐鲁软件	浪潮软件	2001-11-28
600756	浪潮软件	泰山旅游	齐鲁软件	2001-02-28
600762	*ST金荔	飞龙实业	金荔科技	1999-12-08
600764	中电广通	三星石化	中电广通	2004-09-06
600768	宁波富邦	宁波华通	宁波富邦	2001-04-19
600771	东盛科技	同仁铝业	东盛科技	2000-03-10
600779	全兴股份	四川制药	全兴股份	1999-08-02
600783	鲁信高新	四砂股份	鲁信高新	2005-01-26
600791	天创置业	贵华旅业	天创置业	2001-08-29

续表

证券代码	证券简称	原证券简称	更改后证券简称	更改日期
600791	天创置业	贵州华联	贵华旅业	1997-12-18
600792	马龙产业	云南马龙	马龙产业	2002-04-17
600794	保税科技	大理造纸	保税科技	2000-07-24
600795	国电电力	东北热电	国电电力	2000-02-15
600797	浙大网新	天然科技	浙大网新	2001-09-24
600797	浙大网新	浙江天然	天然科技	2000-12-22
600799	*ST 龙科	阿城钢铁	*ST 龙科	1999-07-26
600804	鹏 博 士	工益股份	鹏 博 士	2002-08-19
600805	悦达投资	江苏悦达	悦达投资	2001-01-10
600806	交大科技	昆明机床	交大科技	2000-04-13
600817	G 宏 盛	良华实业	宏盛科技	2000-07-20
600823	世茂股份	万象集团	世茂股份	2001-04-26
600825	华联超市	时装股份	华联超市	2000-10-27
600829	三精制药	天鹅股份	三精制药	2004-10-12
600830	大 红 鹰	甬城障盾	大 红 鹰	2002-06-03
600831	广电网络	黄河科技	广电网络	1998-04-29
600831	广电网络	西安黄河	黄河科技	1997-07-03
600834	申通地铁	凌桥股份	申通地铁	2001-08-06
600835	上海机电	上海电气	上海机电	2004-10-18
600835	上海机电	上菱电器	上海电气	2003-08-18
600837	都市股份	农垦商社	都市股份	1998-05-04
600838	上海九百	第九百货	上海九百	1997-05-09
600840	新潮创业	浙江创业	新潮创业	2003-05-16
600840	新潮创业	绍兴百大	浙江创业	1999-08-16
600843	上工申贝	工缝股份	上工申贝	2005-02-22
600845	宝信软件	上海钢管	宝信软件	2000-04-28
600853	龙建股份	北满特钢	龙建股份	2001-04-10
600855	航天长峰	ST 北 旅	航天长峰	2000-06-01
600857	工大首创	首创科技	工大首创	2001-12-20
600857	工大首创	宁波中百	工大首创	2000-06-05
600858	银座股份	渤海集团	银座股份	2002-04-17
600862	ST 纵 横	南通机床	纵横国际	1998-06-05

续表

证券代码	证券简称	原证券简称	更改后证券简称	更改日期
600866	星湖科技	星湖股份	星湖科技	2000-06-08
600874	创业环保	渤海化工	创业环保	1999-05-18
600880	博瑞传播	四川电器	博瑞传播	2000-03-20
600882	大成股份	山东农药	大成股份	2001-05-15
600883	博闻科技	富邦科技	博闻科技	2004-07-08
600883	博闻科技	云南保山	富邦科技	2000-03-13
600885	力诺太阳	力诺工业	力诺太阳	2005-06-06
600885	力诺太阳	双虎涂料	力诺工业	2001-11-28
600886	G 华靖	湖北兴化	国投电力	2002-12-03
600890	中房股份	长春长铃	中房股份	2003-07-08
600890	中房股份	汽油机	长春长铃	1997-03-24
600892	* ST 湖科	石劝业	* ST 湖科	1998-06-08
600893	华润生化	吉发股份	华润生化	2001-10-10
600897	厦门空港	厦门机场	厦门空港	2005-05-30
600898	三联商社	郑百文	三联商社	2003-08-27
600898	三联商社	郑州百文	三联商社	1999-04-27

推究起来，上市公司经营之所以产生如此强烈的短期行为动机，除了与我国作为新兴市场转轨时期时常出现的图新求变的社会意识有关之外，一个体制方面的原因即是源于证券市场的股权分置。因为非流通股份可以以大大低于流通股股份价格取得，其成本方面的巨大差异，使一些期望取得上市公司控制权的企业往往优先考虑收购非流通股份；更有甚者，一些上市公司收购行为在目的上即存在着高度的短期投机行为（如希望以收购行为释放信息影响二级市场股价进行牟利等），这些公司得手后当然更加无心于企业的长期战略。在上市公司层面，大股东的频繁变更造成了管理层与管理制度的动荡，自然不利于公司长期经营。而且，由于大股东自身股份的不能流通以及管理者不得持有股份或所持股份不能流通，若排除操纵动机，管理层本身也通常会将流通股股价的波动置身度外，股价表现常常脱离上市公司的基本面。部分公司中可能存在的

出于非法动机操纵企业业绩而影响股价的行为，其释放出来的虚假信息更进一步使得股价脱离企业实际的基本面。与此同时，建立在这一微观基础之上的证券二级市场的投资决策，自然也只能是以短期行为进行应对，难以形成长期投资的市场理念。在市场的投机气氛中，上市公司经营行为、业绩表现与未来成长性这些真正决定市场价格走向的内部因素，逐渐被市场外化为“外部性”因素。

（3）股权分置使得股市信号反映功能扭曲和失实。

证券市场最基本的作用之一是“经济晴雨表”的信号导向作用，而准确的市场信号又是实现资源配置、引导资本市场投资导向、促进国家产业合理布局的先决条件。但因为上述一系列弊病的存在，我国股市所发出的信息常常是紊乱的，失实的。首先是价格信号失实，两类股份各自具有基本不相干的、独立的定价体系，其传出的信息是相互割裂的，市场难以据此做出准确的判断与正确决策。其次，不同股份各自关切的重点差异较大，利益的不一致甚至冲突必然增大市场投资主体的判断难度；由于大股东虚假陈述与操纵动机与行为的存在，市场对上市公司诚信度不可避免地产生强烈的不信任感，这种不信任感又进一步增加了对上市公司的质疑。最后，由于信号导向作用难以发挥，市场原本应该自发实现的优化资源配置功能、价值发现功能、投资导向功能等也必然不能得以实现。

上述三个方面的弊端带给市场的巨大危害，是我国上市公司长期发展战略的动机不足所导致的持续经营能力的缺乏，大股东操纵与对中小投资者的加害所造成的我国股市的严重扭曲，上市公司对二级市场股价的漠不关心引致投资者对股市的信心危机，最终导致的结果必然是股市难以步入长期健康运行的轨道，也难以真正与国际“接轨”而步入成熟。