

GUQUAN FENZHI
GAIGE SHIWU

◎百慧勤投资管理有限公司 编著
◎寇文峰 主编

股权分置 改革实务



经济科学出版社

股权分置改革实务

百慧勤投资管理有限公司 编著
寇文峰 主编

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

股权分置改革实务 / 寇文峰主编. —北京: 经济科学出版社, 2005. 9

ISBN 7 - 5058 - 5187 - X

I. 股... II. 寇... III. 企业 - 股份制 - 经济体制改革 - 研究 - 中国 IV. F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 108574 号

责任编辑: 冯少霞

责任校对: 董蔚挺

技术编辑: 董永亭

股权分置改革实务

寇文峰 主编

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100036

总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

欣舒印刷厂印刷

德力装订厂装订

787×1092 16 开 13 印张 150000 字

2005 年 9 月第一版 2005 年 9 月第一次印刷

印数: 0001—5000 册

ISBN 7 - 5058 - 5187 - X/F · 4457 定价: 26.80 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

《股权分置改革实务》

主 编 寇文峰
副 主 编 段慧兰 唐宇萍 张 啸

编写组成员 张 妍 王 新 文 斐 陈 思
 张 宁 刘书亭 杜雅静 胡翼亮
 顾炜宇 姜海港 王俊松 宋 强

序 言

2005年4月，虽是春末，但已有夏日炎炎的感觉。中国证券市场就在此时发生了一件具有划时代意义的大事——股权分置改革启动，这是否意味着证券市场的长期寒意即将退去？意味着股票市场的夏季火热即将来临？意味着股权分置难题即将得到破解？

我们知道，股权分置已经为资本市场担负了太多罪名：市盈率虚高、一股独大、大股东占款、公司治理结构形同虚设……股权分置甚至一度被市场诅咒为“万恶之源”。在探寻连续几年熊市症结的时候，舆论几乎都将矛头直指股权分置，以至市场对这一改革充满了无限的期盼。

作为中国资本市场最为重大的制度性变革，股权分置改革能否取得最终的成功，中国证券市场能否由此真正走向转折，既依赖于管理层坚定的决心以及相关主管部门的政策配合，也依赖于市场参与各方的正确理解和鼎力支持。随着管理层在总结试点经验的基础上出台一系列政策，全面股权分置改革推进有了进一步制度安排，为股权分置改革的全面铺开扫平了道路。我们坚信，随着股权分置这一困扰我国证券市场发展的重大制度问题的消亡，中国证券市场必将越来越健全，越来越规范，越来越能发挥她的重要作用。

本书回顾了股权分置的起源以及改革的历程，可以帮助读者对历史进行更为客观的认识。本书更多地将笔墨集中在改革操作实务的探讨以及典型案例的分析，旨在为参与股权分置改革工作者提供借鉴。前两批股权分置改革试点总体上说是成功的，它们不仅可以为股权分置改革全面推进提供相对清晰的制度基础，也可以为后续公司的对价支付方式和对价支付标准提供借鉴。“路漫漫其修远兮，吾将上下而求索”，目前仍有大量的股权分置难点

问题尚未解决，我们会在今后的工作中去继续探索、总结。

股权分置问题由来已久，没有先例、无从借鉴，股权分置改革注定是一场艰难的攻坚战。攻坚的战役已经打响，在这里让我们预祝股权分置改革取得圆满成功！

百慧勤投资管理有限公司

二〇〇五年九月

目 录

第一章 股权分置改革的背景	1
第一节 股权分置问题的由来	1
第二节 股权分置改革历程回顾	2
第三节 股权分置带来的弊端	6
一、扭曲了证券市场定价机制	6
二、导致公司治理缺乏共同利益基础	6
三、不利于深化国有资产管理体制改革	6
四、不利于上市公司的并购重组	7
五、制约着资本市场国际化进程和产品创新	7
六、不利于形成稳定的市场预期	7
第四节 股权分置改革的意义	8
一、股权分置改革对中国资本市场的意义	8
二、股权分置改革对上市公司的意义	10
三、股权分置改革对上市公司非流通股股东的意义	12
第二章 股权分置改革的理论依据	14
第一节 对价的渊源	15
第二节 对价的构成要件	16
第三节 股权分置改革中对价概念的引入及内涵	18
第四节 对价与相关概念的联系与区别	20
一、A股含权	20
二、对价与补偿	20
三、A股含权和补偿、对价三者间关系	21

第五节 市场上对对价的理解与评述	21
第六节 关于对价的理论探讨	22
第三章 股权分置改革实务操作	32
第一节 制订对价方案的原则	32
一、选择认可程度高的理论依据	32
二、综合平衡各方利益,避免两类股东利益对立化	32
三、市场化原则	33
四、度身订制原则	33
五、充分考虑非流通股股东的承受能力	33
六、近期利益和远期利益相结合,有利于上市公司长远发展	33
七、主体方案和辅助方案相结合	34
八、一揽子解决历史遗留问题	34
第二节 制订对价方案考虑的因素	34
一、上市公司基本情况	34
二、非流通股股东基本情况	35
三、流通股股东情况	35
四、政策因素	36
五、以往同类公司的方案	36
第三节 对价支付方式	36
一、存量送股	37
二、增量送股	37
三、缩股	37
四、派现	38
五、权证	38
第四节 对价方式的转换	39
一、增量送股	40
二、缩股	40
三、派现	40
四、权证	41
五、“存量送股+派现”	41
六、方案转换实例	42
第五节 对价测算方法	43
一、流通股股权价值不受损法	43

二、公司总市值不变法	45
三、发行超额溢价测算法	46
四、结论	47
五、对价测算实例	48
第六节 股权分置改革工作程序	58
第四章 对试点方案的回顾与总结	61
第一节 试点公司特点分析	61
一、股权结构多样	61
二、行业分布较广	62
三、市值占相当权重	62
四、业绩基本反映整体水平	63
五、改革动力不一	63
六、方案修改频繁	64
第二节 对试点方案的分析	64
一、对价支付方式	64
二、对价支付水平	66
三、对价测算方法	68
四、具有特殊因素公司的对价支付情况	69
五、试点方案呈现的特点	74
六、试点的工作程序	78
第三节 方案实施的效应分析	80
一、表决情况分析	80
二、试点公司在不同阶段的二级市场反应	82
三、方案实施后非流通股股权价值增值情况	85
第五章 典型案例评述	88
第一节 存量送股	88
一、影响公司股改的关键因素	88
二、股权分置方案摘要	89
三、股权分置改革过程	91
四、方案评价分析	93
第二节 增量送股	94
一、影响公司股改的关键因素	94

二、股权分置方案摘要	96
三、股权分置改革过程	98
四、方案评价分析	100
第三节 缩股方式	101
一、影响公司股改的关键因素	101
二、股权分置方案摘要	102
三、股权分置改革过程	105
四、方案评价分析	107
第四节 权证方式	108
一、影响公司股改的关键因素	108
二、股权分置方案摘要	109
三、股权分置改革过程	111
四、方案评价分析	113
第五节 承诺回购方式	114
一、影响公司股改的关键因素	114
二、股权分置方案摘要	115
三、股权分置改革过程	118
四、方案评价分析	120
第六节 送股 + 股份回购	122
一、影响公司股改的关键因素	122
二、股权分置方案摘要	123
三、股权分置改革过程	127
四、方案评价分析	129
附录：股权分置改革法规汇编	131
国务院推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见	
2004 年 1 月 31 日 国发 [2004] 3 号	131
关于上市公司股权分置改革的指导意见	
2005 年 8 月 23 日 证监发 [2005] 80 号	137
关于发布《上市公司股权分置改革管理办法》的通知	
2005 年 9 月 4 日 证监发 [2005] 86 号	142
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	
2005 年 9 月 8 日 国资发产权 [2005] 246 号	150
关于做好股权分置改革试点工作的意见	

2005年5月30日	153
关于印发《国务院国资委关于国有控股上市公司股权分置改革的指导意见》的通知	
2005年6月17日 国资发产权[2005]111号	156
财政部 国家税务总局关于股权分置试点改革有关税收政策问题的通知	
2005年6月13日 财税[2005]103号	158
关于发布《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》的通知	
2005年6月16日 证监发[2005]51号	159
关于上市公司控股股东在股权分置改革后增持社会公众股份有关问题的通知	
2005年6月16日 证监发[2005]52号	165
关于发布《上市公司股权分置改革业务操作指引》的通知	
2005年9月7日	166
上海证券交易所权证管理暂行办法	
2005年7月18日	171
深圳证券交易所权证管理暂行办法	
2005年7月18日	177
深圳证券交易所权证投资者入市指南	
2005年8月1日	183
关于股权分置改革中证券投资基金投资权证有关问题的通知	
2005年8月15日 证监基金字[2005]138号	189
关于保荐机构从事股权分置改革业务有关问题的通知	
2005年7月15日 中证协发[2005]83号	191
 参考文献	 193
 后记	 195

第一章 股权分置改革的背景

我国证券市场上存在的“股权分置”问题，被普遍认为是困扰股市发展的头号难题。众所周知，我国上市公司股权结构既不同于英美式的股权分散模式，也不同于德日式的法人间交叉持股的股权集中模式，而是“一股独大”式的股权高度集中模式。由于历史原因，非流通股成为我国上市公司股权结构的主要成分，造成现在资本市场三分之一流通、三分之二不流通的现状，同股不同权，既不符合国际惯例，也不利于我国证券市场与国际市场接轨，从而影响资本市场定价功能的正常发挥，不能有效发挥资本市场优化资源配置的功能。从2001年尝试解决股权分置问题开始，证券市场经历了四载的熊市煎熬，行情不断下跌，与国民经济欣欣向荣的景象背道而驰，可以说已经影响到金融改革、影响到资本市场的健康发展，在这种情况下，股权分置改革的推进刻不容缓。

第一节 股权分置问题的由来

股权分置问题是由诸多历史原因形成的，而最主要的原因有两个方面：一是转轨时期国有资产的管理模式，二是按出资人划分股份性质的股份制改革试点期间的一些政策。

从20世纪90年代初期，中国股市建立时最大的争议就是“股市姓资还是姓社”的问题，因而中国证券市场成立伊始就面对“股份制是私有化，将导致国有资产流失”的歧见和国有产权的清晰化尚未解决、流动后其收益归属难以确立等技术性难题，这些难题考验着决策者的智慧。为回

避这些难题，尽快把资本市场组建起来，决策者根据“摸着石头过河”的方针，提出了“国有存量股份不动，增量募集股份流通”的股权分置暂行模式。这种模式的设计举世无双，而深谙中国现实国情的人们无不认为，这样的设计是一个退而求其次的无奈选择，不这样设计，建立资本市场的进程无法向前推进。

股份制改革试点初期，相关部门颁布了一些政策，将股份性质按出资人划分，这种划分方式贯彻在股份制改革主要文件中。

按出资人划分股份性质的文件始于1991年。1991年6月15日起施行的《深圳市股票发行与交易管理暂行办法》第33条，首次提出了按出资人划分股份，将股份分为国家股、法人股、个人股和特种股四类。但在该文件中并未明确限制国有股、法人股的上市流通。

随后，原国家体改委于1992年5月15日颁布的《股份有限公司规范意见》规定：“公司的股份按投资主体分为国家股、法人股、个人股和外资股”，“国家股、外资股的转让需按国家有关规定进行”。这种按投资主体不同的股权分类方法极具中国特色，可以看成股权分置问题产生的起源。

1993年4月国务院颁布的《股票发行与交易管理条例》规定：“国家拥有的股份的转让必须经国家有关部门批准，具体办法另行规定”，但是回避了按照投资主体划分股份，而是采用了“发行在外的普通股”这种国际通行的概念。

因而，从我国证券市场设立之初的相关规定来看，对国有股流通问题既没有明确的禁止性规定，也没有明确的制度性安排，但由国有企业股份制改造产生的国有股事实上处于暂不上市流通的状态。上市公司在《招股说明书》或者《上市公告书》中公开承诺：“根据法律、法规的规定和中国证监会的核准股票发行通知，本公司公开发行前股东所持股份（国家股、法人股、外资股、自然人股等）暂不上市流通”。这在事实上形成了股权分置的格局，而通过配股、送股等孳生的股份，仍然根据其原始股份是否可流通划分为非流通股和流通股。

第二节 股权分置改革历程回顾

在股权分置暂行模式下的中国证券市场蹒跚前行，不少专家都预感到，这种既不符合国际惯例也不能更好地体现市场公平原则的做法将来麻烦很大。果然，中国证券市场经历几年之后，一股独大、包装上市、关联交易、

虚假陈述、掏空上市公司等问题经常“合理合规”地发生着。这些问题暴露和股权分置的悬而未决，使中国股市步入漫漫熊途，使中国证券市场的融资功能、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都在“全面紊乱、退化”，股权分置一度被市场诅咒为“万恶之源”，各方要求解决股权分置问题的呼声日渐高涨。从1999年开始的国有股减持尝试到2005年的股权分置改革试点，其间经历了改革的几起几落，到了2005年春末，股权分置问题终于被推上了破冰之旅。

1999年9月，党的十五届四中全会《关于国有企业改革与发展若干重大问题的决定》首次提出了从发展战略上调整国有经济布局和改组国有企业，并明确提出选择一些信誉好、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。至此，上市公司国有股减持试点的帷幕徐徐拉开。

1999年10月，中国嘉陵和黔轮胎首次尝试将国有股向二级市场投资者配售的方案。但因定价缺乏足够的理论依据与现实的合理性，遭到市场的冷遇，使其他8家公司的减持试点相继搁浅。首次国有股减持试点夭折。

2001年6月，国务院颁布《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》，第二次明确提出了减持国有股的政策。该办法第五条明确规定：国有股减持主要采取国有股存量发行的方式，凡国家拥有股份的股份有限公司（包括境外上市的公司）向公共投资者首次发行和增发股票时，均应按融资额的10%出售国有股。国有股存量出售的收入，全部上缴全国社会保障基金。

此次减持国有股的尝试由于被市场认为是以牺牲流通股股东利益为前提而遭到了市场的拒绝。仅4个月，2001年10月22日，中国证监会决定暂停在境内证券市场执行上述政策，并表示将公开征集国有股减持方案、研究制订具体操作办法，稳步推进这项工作。

2002年6月23日，国务院决定，除企业海外发行上市外，对国内上市公司停止执行《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》中关于利用证券市场减持国有股的规定，并不再出台具体实施办法。国有股减持政策正式“叫停”。

股权分置犹如古希腊神话里那只潘多拉匣子，一次次匆忙打开，放出来的竟是魔鬼，而一旦害怕关闭之后，也将希望锁在了里面。回顾两次试点无功而返，市场评论说，两次国有股减持试点发生在国有企业改制、经济结构布局调整的大背景下，在目标和导向上定位为国企改革服务和筹集社保基金，充满太多的现实功利性色彩，与民争利，扭曲了证券市场本身应该具有

资源配置与自发定价的基本功能，在具体操作过程中，不合理地强调对非流通股股东利益保护，而忽视了广大流通股股东的利益，是“不摸石头强过河”。

两次国有股减持改革试点以后，喧嚣一时的国有股减持似乎再次归于沉寂，随之而来的是中国股市的漫漫长熊之路。这个中国资本市场的“头号难题”依然考量着决策层的智慧。

时间转到2003年，各方开始统一意识，股权分置改革不仅是国有股减持问题，也是市场功能建设问题，是基本制度建设问题。2003年11月10日，中国证监会主席尚福林撰文《积极推进资本市场改革开放和稳定发展》，指出解决股权分置问题时，必须切实保护公众投资者的权益。这被认为首次确定“股权分置”的提法以后，这一提法替代了“全流通”和“股权分裂”^①。

解决股市沉痾需要“大智慧”。2004年2月初，国务院颁布《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”，确定了解决股权分置问题的目标和指导原则。可是，解决股权分置问题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，已正式被提出。我们认为，这次的股权分置改革是从健全市场功能的角度提出的，较之前几次国有股减持的认识有了本质的区别。

2005年4月29日，经国务院批准，中国证监会宣布启动股权分置改革试点工作，将按照“市场稳定发展、规则公平统一、方案协商选择、流通股股东表决、实施分步有序”的原则进行操作，系统化地解决股权分置问题，一个困扰着中国资本市场数载的“老大难”问题将尘埃落定。

对于目前掌控了绝大部分非流通股的国有股来说，国资委的态度直接关系到股权分置改革的进程。现实中上市公司国有股权的转让受到国资委和证监会的双重监管，国资委的态度对解决整个证券市场的股权分置问题至关重要。国务院国资委主任李荣融于2005年7月12日在中国改革高层论坛上发表了题为《进一步推进国有资产管理体制和国有企业改革实现国有企业的体制创新和可持续发展》的演讲，表示国资委将支持和引导国有大中型上

^① 中国证监会有关人士指出：“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，这是资本市场基础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要实际进入流通，它与市场扩容没有必然联系。

市公司积极推进股权分置改革，优化资本结构，提高公司整体质量。这表明国资系统主管部门对股权分置改革是充分肯定的，将为改革的有序推进创造良好条件。

从2005年4月底开始的股权分置改革工作的推进，可以划分为三个阶段：

第一阶段：4月29日~5月30日。4月29日证监会发布《关于股权分置改革试点问题的通知》，意味着股权分置改革工作正式启动，推出了一批4家试点公司。5月30日，国资委、证监会联合发布《关于做好股权分置改革试点工作的意见》，要求从全局和战略的高度充分认识股权分置改革的重要性和紧迫性，为改革试点工作的平稳推进提供有力支持。

第二阶段：5月31日~8月19日。5月31日证监会发布《关于做好第二批上市公司股权分置改革试点工作有关问题的通知》，开始了第二批改革试点工作，6月17日，证监会最终确定了42家上市公司作为第二批试点公司，同日，国务院国资委颁布了《国务院国资委关于国有控股上市公司股权分置改革的指导意见》，为国有控股上市公司参与股权分置改革提供了行动指南；截至8月19日，第二批42家试点公司的股权分置改革方案全部通过。至此，股权分置改革试点工作已经结束。

第三阶段：8月底以后，在第二批改革试点工作完成后，股权分置改革进入全面推进阶段。

8月23日，证监会、国资委、财政部、人民银行、商务部五部门联合发布《关于上市公司股权分置改革的指导意见》；9月4日，中国证监会也出台了股权分置改革的配套文件——《上市公司股权分置改革管理办法》。9月6日，沪深证券交易所和中国证券登记结算公司联合发布《上市公司股权分置改革业务操作指引》，进一步规范了股权分置改革业务操作。9月8日，国务院国资委颁布《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》，对国有上市公司股改中涉及的有关问题予以了明确解析。据悉，国资委下一步还将出台有关调整和完善国资管理、企业考核等方面的法规性文件，明确对国有企业的高管股权激励以及考核国企经营业绩的一些具体的基本政策。这一系列规范文件在总结试点经验的基础上，对全面股权分置改革的推进做出了宏观指导和理性的制度安排，为下一步股权分置改革的全面奠定了基础。

第三节 股权分置带来的弊端

中国证监会主席尚福林在第一批试点公司推出股权分置改革方案后，就股权分置改革焦点问题接受新华社记者专访时指出：作为历史遗留的制度性缺陷，股权分置在诸多方面制约中国资本市场的规范发展和国有资产管理体制的根本性变革。而且，这一问题随着新股发行上市不断积累，对资本市场改革开放和稳定发展的不利影响也日益突出。

一、扭曲了证券市场定价机制

股权分置格局下，股票定价除包含公司基本面因素外，还包括三分之二股份暂不上市流通的预期。三分之二股份不能上市流通，客观上导致单一上市公司流通股本规模相对较小，股市投机性强，股价波动较大和定价机制扭曲。在股权分置状态下，资本流动存在协议转让和竞价交易两种价格。一般来说，非流通股协议转让价格远低于流通股竞价交易价格。

二、导致公司治理缺乏共同利益基础

非流通股东与流通股东、大股东与小股东的利益冲突相互交织。非流通股东的利益关注点在于资产净值的增减，流通股东的利益关注点在于二级市场的股价波动，由于股权分置导致的股东“利益分置”，客观上形成了非流通股东和流通股东间内在的利益冲突；公司股价难以对大股东、管理层产生市场化的激励和约束，公司治理缺乏共同的利益基础。目前上市公司普遍存在的融资饥渴、分红比例过低以及控股股东占用上市公司资金等问题，均与股权分置格局下公司治理基础缺失存在关联。

三、不利于深化国有资产管理体制改革

资产的定价水平与其流动性密切相关，国有股份不能流通使得国有股权不能实现市场化的动态估值，目前以净资产值等静态指标进行国有资产保值增值的考核体系，不能形成对企业强化内部管理和增强资产增值能力的激励机制，客观上扭曲了企业的融资和分配政策选择，制约了资源配置效率，阻