



股权分置改革前沿研究

股票市场非流通股 全流通方案研究

G P S C F L T G Q L T F A Y J

李倩著



東北大學出版社
Northeastern University Press

股权分置改革前沿研究

股票市场非流通股全流通方案研究

李 倩 著

东北大学出版社

• 沈阳 •

© 李 倩 2005

图书在版编目 (CIP) 数据

股票市场非流通股全流通方案研究 / 李 倩著. — 沈阳: 东北大学出版社, 2005.12

(股权分置改革前沿研究)

ISBN 7-81102-218-4

I. 股… II. 李… III. 股票—流通—研究—中国
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 140576 号

出 版 者: 东北大学出版社

地址: 沈阳市和平区文化路 3 号巷 11 号

邮编: 110004

电话: 024—83687331 (市场部) 83680267 (社务室)

传真: 024—83680180 (市场部) 83680265 (社务室)

E-mail: neuph @ neupress.com

http: // www. neupress.com

印 刷 者: 沈阳市第六印刷厂

发 行 者: 新华书店总店北京发行所

幅面尺寸: 140mm × 203mm

字 数: 356 千字

印 张: 13.25

出版时间: 2005 年 12 月第 1 版

印刷时间: 2005 年 12 月第 1 次印刷

责任编辑: 刘宗玉 张德喜

责任校对: 姬沧海

封面设计: 唐敏智

责任出版: 秦 力

定 价: 40.00 元

前言

股权分置问题被认为是中国股市上的“头号难题”。由于历史原因，我国股市上三分之二的股权不能流通，导致股市先天不足，制度存在重大缺陷，目前已经成为完善证券市场基础制度的重大障碍。解决股权分置问题，不仅可以为资本市场功能的全面发挥创造条件，而且还能从根本上推动证券市场的彻底变革，从而有效增强投资者信心，恢复股市本来面目。启动股权分置改革不仅是中国股市转折的开始，也是股市真正市场化的开始。当然，也应看到，我国目前正在进行的股权分置改革既无先例可循，也无海外经验可借鉴，是“摸着石头过河”。本套丛书选择了股权分置改革中的若干问题进行理论与实证分析，以期在中国股市转折大潮中贡献一己之见。

本套丛书共分为如下四部。

《股权流动性抑制与公司治理绩效研究》：从结构和功能上看，中国资本市场长期以来都处在一种不正常的状态中。那么资本市场的这种结构和功能上的失衡状态，已经成为中国资本市场发展最主要的障碍，而这种障碍的最根本的制度性原因是股权流动性抑制，它也对我国上市公司的公司治理造成了严重的危害。本书通过理论与描述性分析的方法，从股权结构的视角，分析了股权流动性抑制与公司治理绩效的关系，阐述了股权流动性抑制对公司治理的危害，同时，本书对解决股权流动性抑制的方案作了详细的介绍与评析，指出全流通并不

等于国有股减持，二者不能混为一谈。最后，本书对影响公司治理绩效的另一因素——资本结构——也作了分析，提出了改善股权、债权融资效应的相应办法，进而提高公司治理绩效。

《股权市场非流通股全流通方案研究》：国有股减持与全流通既不同又有着紧密的关系，国有股减持实质上就是让非流通股流通到市场上去，进行流动性变革就是为了能够给国有股减持提供一个资本市场的平台，减持必须在市场流通的基础上进行。因此，本书详细地分析与研究了迄今为止出现的 20 种国有股减持与全流通方案，并对每种方法的优、缺点，适用情况等内容加以分析比较。在非流通股全流通的过程中，众多的利益相关者需要选择不同的全流通方案，具体问题需具体分析。我们所研究的全流通问题，在国外没有现成的经验，国有股减持与全流通有着内在的联系，讨论了外国国有股减持的一些做法以资借鉴。用指标来解读全流通方案的优劣，期待用完善的全流通方案解决股市痼疾，开创中国股市后股权分置时代的新篇章。

《股权分置改革中国有股流通问题研究》：本书在深入分析中国特色股权设置的历史背景基础上，全面阐述股权分置的弊端，突出国有股减持的必要性，以法律的视角分析原有国有股减持的法律缺陷与需要改进之处，较为全面地阐述了国有股减持的法律制度设计；同时，

将国有股减持的历程和七大类国有股减持方案相结合, 从一个全新的角度来分析我国国有股减持历经几次失败的原因, 并对七大类国有股减持方案中回购和配售的方案进行全面的分析; 最后提出了国有股全流通的未来设想, 探索了多元化的国有股减持思路和工具创新。

《全流通中的并购问题研究》: 随着我国股权分置改革紧锣密鼓地进行, 在今后没有了非流通股的全流通市场中, 并购操作在证券市场将变得更为容易和更加频繁。本书以未来全流通市场为背景, 围绕着并购这个热点话题, 就并购相关的一些问题展开。全书以前人有关并购的理论为基础, 结合我国近期一些法规的修订以及规定的颁布, 深入剖析了全流通中企业并购的特征、动因、融资方式、协同效应以及并购的绩效, 对并购涉及到的目标企业的估价、并购后的财务整合一系列的重要问题进行了全方位的探讨, 总结了我国全流通中并购应该注意的问题, 并在最后提出了建设性的对策。本书从理论性和实践性出发, 充分借鉴了西方发达国家全流通市场中并购的理论和实践的有益成分, 相信会推动我国全流通中并购活动的有序进行。

作 者

2005 年 12 月

目 录

第1章 引 言	1
1.1 全流通方案的研究背景	1
1.2 以国际视角全面看待股权分置改革	3
1.3 本书的思路与结构	14
第2章 全流通的必要性分析	16
2.1 股权分置的危害	17
2.2 全流通与国有股减持的差别	26
2.3 全流通的重要意义	27
2.4 加快流动性变革的进程	29
第3章 对价的含义	31
第4章 全流通方案设计原则	36
4.1 非流通股的定价原则	38
4.2 股权流动性变革的一致性与稳定性原则	40
4.3 流动性市场的统一性原则	41
4.4 投资者利益特别是流通股股东利益保护原则	41
4.5 各方利益公平原则	42
4.6 控股股东诚信原则	43
4.7 信息公开原则	45
4.8 市场法治原则	47
4.9 市场性原则	48

4.10 全流通变革与国有股减持融合考虑原则	49
第5章 全流通方案分析	51
5.1 配售方案	51
5.2 折让配售方案	58
5.3 基金方案	66
5.4 存量发售方案	76
5.5 股债转换方案	78
5.6 资产证券化方案	79
5.7 分批或一次性划拨社保基金	106
5.8 预设未来流通权方案	107
5.9 开辟第二市场方案	110
5.10 MBO 减持国有股方案	112
5.11 普通股转优先股筹集社保资金方案	128
5.12 国有股向本企业员工转让方案	130
5.13 以再融资的方式实现全流通方案	132
5.14 送股方案	133
5.15 转增股方案	137
5.16 权证方案	140
5.17 缩股方案	188
5.18 扩股方案	212
5.19 回购方案	215
5.20 送现金方案	216
5.21 两批试点与七批全面股改的对价方案	216
第6章 全流通过程中七种特殊情况的处理	228
6.1 含有 B 股的上市公司全流通	228
6.2 含有 H 股的上市公司全流通	233

6.3 含有可转债的上市公司全流通	237
6.4 有大股东占款问题的上市公司全流通	248
6.5 异议股东的权利	253
6.6 定向募集公司全流通	264
6.7 ST 公司全流通	266
第 7 章 国外的全流通方案借鉴	268
7.1 国外国有股减持的目标	269
7.2 国有股减持的原则	271
7.3 国外国有股减持的组织实施	273
7.4 国外国有股减持经验与启示	279
第 8 章 全流通方案的评价	284
第 9 章 全流通后的股市	288
第 10 章 全流通的政策支持	302
10.1 关于规范上市公司实际控制权转移行为有关问题 的通知	302
10.2 企业国有产权转让管理暂行办法	306
10.3 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	315
10.4 关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知	322
10.5 上市公司股权分置改革试点业务操作指引	325
10.6 关于做好股权分置改革试点工作的意见	329
10.7 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	332
10.8 深交所权证业务管理暂行办法 (征求意见稿)	334
10.9 上交所权证业务管理暂行办法 (征求意见稿)	341
10.10 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	347
10.11 上市公司回购社会公众股份管理办法 (试行)	348
10.12 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	356
10.13 深交所关于上市公司股权分置改革有关事项的通知	358
10.14 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	359
10.15 关于保荐机构从事股权分置改革业务有关问题 的通知	359
10.16 关于上市公司股权分置改革的指导意见	361
10.17 上市公司股权分置改革管理办法 (征求意见稿) ...	368
10.18 上市公司股权分置改革管理办法	378
10.19 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	389
10.20 上市公司股权分置改革保荐工作指引	392
10.21 关于上市公司股权分置改革中国有股股权管理审核程序 有关事项的通知	396
10.22 商务部、证监会关于上市公司股权分置改革涉及外 资管理有关问题的通知	398
10.23 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	400
10.24 上市公司股权分置改革工作备忘录	402
参考文献	406
后 记	410

第1章

引 言

1.1 全流通方案的研究背景

国内 A 股股票发行时，招股说明书上无一例外地有这么一段文字说明：“根据国家现有法律、法规规定，本公司发起人股暂不上市流通。”这是国内外招股说明书的最大区别，即境外发起人股的锁定期通常是一个明确的固定期限，比如 1~2 年，而境内 A 股暂不流通则没有明确的期限。根据 1999 年 10 月 1 日起施行的《中华人民共和国合同法》第二条：“本法所称合同是平等主体的自然人、法人、其他组织之间设立、变更、终止民事权利义

务关系的协议。婚姻、收养、监护等有关身份关系的协议，适用其他法律的规定。”可见，招股说明书属于合同的范畴。全流通的实质是暂不流通股(简称 C 股)欲变更合同条款，取得流通权。根据《中华人民共和国合同法》第七十七条：“当事人协商一致，可以变更合同；法律、行政法规规定变更合同应当办理批准、登记等手续的，依照其规定。”因此 C 股股东要变更合同条款，实现全流通，必须与当事人协商一致，才可实施。即 C 股在 A 股市场流通，必须与 A 股股东协商一致，C 股股东在 H 股(或 B 股)市场流通必须与 H 股(或 B 股)股东协商一致。未取得流通股股东的同意，C 股不得流通，C 股股东不可能单方面擅自宣布全流通。因此，全流通的前提是 C 股股东拟变更合同条款，实现全流通，必须与流通股股东协商一致。股权分置不是个案，几乎涉及所有上市公司，因此这种协商不是一个上市公司 C 股股东与流通股股东的个别协商，而是所有上市公司 C 股股东与流通股股东的整体协商。因此全流通方案也不是个别的，应具有普遍适用性。

协商的双方都会有一个底价，这个底价就是原有利益不受损害。由于 C 股无流通权，而 A 股有流通权，具有流通溢价，因此 A 股流通价格远高于 C 股协议转让价格，这是一个客观事实。全流通的原则是 C 股股东全流通后，流通市值不小于全流通前的协议转让价，流通股股东(包括 A 股股东、B 股股东、H 股股东)全流通后的流通市值不小于全流通前的流通市值。如果流通股股东的利益在全流通时受到损害，还不如 C 股永不流通。一个极端方案是，C 股在 A 股市场无条件全流通，这将导致流通股数量大幅增加，流通股价格大幅下跌，直至崩盘，A 股股东将血本无归，这是 A 股股东不可能接受的。因此 C 股全流通是有条件的。

由于 A 股股东的分散性和私人性、C 股股东的集中性和国有性，决定了 A 股股东相对 C 股股东而言，是弱势群体，在利益博弈中处于劣势地位。对 A 股股东而言，不太可能从全流通中获得

额外好处，只希望能维持原有利益，这也符合帕累托效率——C股股东处境变好，而A股股东处境不变坏。因此，全流通的目标是：全流通前后流通股股东（尤其是A股股东及中小股东）市值稳定。

由于股权分置问题涉及到整个市场的公正性和合理性问题，更是涉及到有关方面如何面对七千多万投资者长期以来被侵害这一严重事实的问题。如果个别部门漠视投资者的呼声，放任侵害问题继续存在，那对国家经济建设、对投资者都是极其不负责任的，其后果也将是极其严重的。

中国股市走牛或者是走熊取决于非流通状态如何改造，中国股市的未来寄希望于全流通改造。因此，个别部门不能再以部门利益影响或者拖延解决股权分置问题，一定要认真吸取前几次全流通失败的教训，在解决股权分置问题时，坚决站在全局和遍体鳞伤的投资者立场上，拿出应有的魄力和勇气，尽快消除股权分置这一股市的系统风险，通过适合各种公司的丰富多样的全流通方案，迅速提高股市的投资价值，重塑投资者的信心，从而有效奠定股市长治久安的基础，助推国民经济全面、协调、可持续发展。

1.2 以国际视角全面看待股权分置改革

股权分置问题的存在是制约上市公司提高内部治理水平、妨碍上市公司良性经营，乃至影响证券市场健康发展的严重问题。正是基于这一点，2005年5月份沪深市场正式拉开了股权分置改革序幕，并陆续推出了两批共46家企业进行试点。股权分置改革试点的进行，表明历史遗留的制度性缺陷所导致的被扭曲的证券市场定价机制、公司治理缺乏共同利益基础、国有资产管理体制改革的推进等问题将逐步得到解决，也是推进我国资本市场国际化进程的一个重要步骤，必将对沪深证券市场产生极其深刻、积极的影响。但

综观市场各方对这一重大历史变革的反应,我们发现,目前市场在对股权分置改革的认识上存在着一些误区,而这可能会对股权分置改革产生不利影响。为了保证股权分置改革的顺利进行,为了证券市场的未来发展,必须消除在股权分置改革认识上的误区。为此,研究境外其他证券市场的发展历程以及现状,希望以国际视野来重新认识股权分置改革。

目前,市场普遍认为“一股独大”是沪深市场特有的现象,国外成熟市场并不存在这种现象。不少学者和市场人士对此忧心忡忡,有的人断言,在西方成熟证券市场上,很多大公司都是无人控股的,股权结构相当分散。西方国家的控股股东一般只是相对控股,持股比例不超过30%,大股东欺负小股东这种现象很少存在。甚至说,美国上市公司之所以成为全球最具活力和竞争力群体的一大因素,就在于它们具有足够引起股东之间权力均衡的高度分散化所形成的合理的股权结构。那么,实际情况果真如此吗?国际成熟市场难道真的就不存在广义上的“一股独大”现象吗?

答案自然是否定的。考察国外成熟证券市场上市公司股权结构变化可以发现,“一股独大”并非沪深股市特有。海外市场上,公司在上市后,风险投资短期内出售股份套现退出,导致股权分散,更凸现创始人“一股独大”。例如微软上市时,盖茨持股45%,另一位创始人Allen持股15%,盖茨“一股独大”。一般来说,在企业上市后的相当长时期内,创始人在公司股权结构中所占的比例都相当高。Hoderness和Sheehan(1988年)发现,美国依然有相当多的上市公司大股东持股比例超过51%。Franks和Mayer(1995年)统计,1990年德国170家最大上市公司中,85%的公司第一大股东股权比例超过25%;Edwards和Weichenrieder(1999年)所选择的102家德国最大上市公司中,46家公司第一大股东股权比例超过50%;Djankov和McLiesh等(2001年)对全球97个国家传媒产业公司股权结构研究表明,在西方出版、传媒上市公司中,家族仍然绝对控股。

由此可见，“一股独大”并非是沪深股市特有的现象，认为“一股独大”现象是沪深股市独有的现象是不全面、不客观的。片面认为只有沪深股市才有“一股独大”现象，无疑夸大了“一股独大”的危害性。不认识到这一点，极有可能在股权分置改革过程中出现矫枉过正等行为，这既不利于上市公司的正常经营，也不利于沪深证券市场的健康发展。

目前市场上存在的另一个认识上的误区就是认为股权分散一定优于“一股独大”，这是非常片面的，既不科学，也不客观。“一股独大”有两层含义，一种是市场广泛熟悉，也是目前普遍持有异议的，即上市公司某股东占据51%以上，甚至70%，80%的股份，从而处于绝对控股地位；另一种是市场忽略的、但却广泛存在的，即上市公司某股东持有30%甚至20%，10%等股份，处于相对控股地位。毋庸讳言，绝对控股下的“一股独大”确实容易产生许多弊端，比如大股东随意侵占小股东利益、完全控制公司经营等。但相对集中下的“一股独大”却是普遍存在的，对于保证公司正常运行有着积极意义。

纵观国内外理论界及实际运作中，人们对于绝对“一股独大”和相对“一股独大”究竟哪个更好有着重大分歧，也一直没有形成统一标准。大家较为一致的观点是认为，好的股权结构并没有一个统一模式，哪一种结构适合企业高速运转，哪一种就是好的。集中、分散都不是问题的实质，关键是股权结构在本质上是否合理。因此，不论是从理论上讲，还是从实践上看，“一股独大”并非都是坏事。

从理论上讲，只要大股东产权清晰，承担风险，直接拥有公司剩余价值的请求权，自然有着追求利润最大化的强烈愿望和发展壮大企业的动力，大股东的行为自然会为企业着想；从实践来看，美、英等国的股份公司都曾经历了家族资本主义、经理资本主义与机构资本主义三个阶段，其股权结构也曾经历了由集中到分散、再

由分散到相对集中的变化。无论是在股权高度集中在少数私人手里的家族资本主义时代，还是在股权相对集中在机构投资者手中的今天，“一股独大”或股权相对集中都发挥了积极的作用。如沃伦·巴菲特在希尔公司、比尔·盖茨在微软公司、李嘉诚在和记黄埔公司都曾持有很高比例的股权，而这些“一股独大”不但没有妨碍公司的发展，反而成为公司快速发展的基本动力源。

就沪深市场具体情况而言，也从不同侧面说明了股权分散并不一定好于“一股独大”。最鲜明的例子就是，三无概念股（无国家股、无法人股、无外资股）中的爱使股份、申华控股、飞乐音响虽然早就实现了全流通，不存在我们所说的“一股独大”问题，但这些上市公司的经营业绩并不尽如人意，2002年到2004年的经营业绩远远低于同期两市平均水平。而家族相对控股甚至绝对控股现象集中的中小板公司其盈利能力明显高于两市平均水平，也说明不能简单地认定解决了“一股独大”，实现了股权分散，上市公司就能够快速发展。

目前市场普遍存在的第三个认识误区是认为解决股权分置就是全流通，就会导致大扩容，从而导致股指走低。实际上这也是一个重大误区，其根源是没有正确区分股权分置与全流通的关系、股权分置与国有股减持的关系。

从理论上讲，股权分置改革的着眼点在于彻底解决股权分割、同股不同利的问题，在于为完善上市公司内部治理结构提供制度上的保证。但股权分置改革并不等于全流通。首先，从目前已经颁布的股权分置改革管理办法规定来看，进行股权分置改革的上市公司股份都有一定的锁定期，并不会集中上市流通，目前只是赋予这些股份可以流通的权力；其次，即使允许国有股进入全流通领域，但一些质地优良、成长潜力较大的上市公司股份，有的不但不会大规模流通，甚至还会通过二级市场增持股份；最后，从股权分置改革精神来看，有一部分上市公司短期内还难以进行股权分置试点。同

时，为了保持相对控股地位，保证国民经济正常发展，一些关系国计民生的企业暂时也不会进行股权分置改革。这都说明股权分置改革与全流通是两个完全不同的概念，不能简单地混为一谈。

从国外情况来看，国有股减持后的股份也不全是全流通。国际上现有国有股流通经验表明，为了尽量减少国有股减持可能带来的负面影响，每个国家对国有股流通都有一定程度的管理，而不是全开放式的流通。许多国家都明确列出哪些行业不能实施国有股流通，或者对国有股流通比例实行一定程度的限制。如美国国有企业发展至今已有 100 多年的历史，20 世纪 30 年代经济危机曾促使政府全面干预经济，迅速发展了包括竞争性行业在内的国有企业。目前美国对待国有企业的原则是：只要私有企业能干的事，政府决不插手，只有私人无法做、不愿做或做不好的，才由政府去做。改造以后，国有企业主要分布在邮政、电力、环保、军工等行业。

由此可见，解决股权分置并不等于全流通，盲目认为股权分置改革会导致大扩容，股指会大跌是不科学的，也是与国际惯例不相符的。

目前市场还普遍认为出售国有股是我国特有的现象，其他成熟市场上不存在出售国有股、减持国有股的现象。实际上，许多国家都存在出售国有股现象，不论是发达国家，还是发展中国家都一样。国际社会对出售国有股的叫法并不一致，有的叫私有化，如俄罗斯；有的叫做民营化，如英国。尽管各国对出售国有股的叫法不完全一样，但目标基本相同，即都是通过转让国有股权改进国有企业股权结构，向本国居民或者其他投资者提供获取国有股权的机会，以增强国有企业活力。

就国际情况而言，国有股退出有两种基本思路：一是减持，二是全部退出现有企业。上市流通是国有股减持的手段之一，但是减持国有股并非一定要求将国有股上市流通。国有股流通一般涉及到这样几个问题：一是确定国有股的买方，二是国有股流通的支付方