

# 股指期货与“大小非”减持

■ 张建龙 王志明

为防止国有企业控股权旁落，我国资本市场建立之初，曾采取了股权分置的持股模式，即上市公司向社会公开发行的股份可在证券交易所上市交易，称为流通股；公开发行前的股份暂不上市交易，称为非流通股。2005年股权分置改革启动，原非流通股股东在向流通股股东支付补偿性“对价”后，变身为所谓的“大小非”。根据《上市公司股权分置改革管理办法》，持有公司股份比例在5%及以下的非流通股股东，在股改方案实施之日起12个月内不得上市交易或转让(称为“小非”)；持有公司股份比例超过5%的非流通股股东(称为“大非”)，在12个月禁售期满后，出售股份数量占该公司总股份比例在12个月内不得超过5%，24个月内不得超过10%。

“大小非”不仅持股数量巨大，而且持股成本低廉。2008年，对解禁后“大小非”抛售套现的担心曾与金融危机一道，成为我国股市大幅下跌的重要因素。到2010年年底，大部分“大小非”将陆续解禁，届时它们背后的产业资本将成为股票市场的主导性力量之一。如何降低解禁“大小非”减持的负面影响，使这些与既有金融资本投资理念、投资方式均大相径庭的新兴力量变身为市场的稳定因素，值得我们探讨。到目前为止，已经出台的举措包括以行政性指导规范减持、以可交换公司债券缓解解禁股股东的被迫减持

等。随着股指期货的出台，解禁“大小非”可利用这一新型金融手段，不用直接大规模抛售股票，即可实现对其金融资产的保值增值。

## “大小非”减持现状

“大小非”存量巨大，一度占据A股市场2/3的市值。但随着2009年第一个解禁高峰年度的结束，截至2009年年底，A股市场的流通股市值为14.9万亿元，限售股市值为9.2万亿元，“大小非”占A股总市值的比重已不足38.2%。2010年是第二个解禁高峰年度(高峰将出现在今年11月)，之后“大小非”占A股的比重会急剧下降。但比重的迅速下降并不会导致“大小非”问题的消失，相反，大量解禁“大小非”正成为悬在A股市场之上的“达摩克利斯”之剑，随时可能变身为空方的主力。

对解禁“大小非”减持的恐惧在熊市中盛行，但真正的大规模减持却多发生于牛市。2008年，解禁股实际减持规模仅345亿元，而该年度主要股东的增持规模亦高达130亿元，减持压力实际上并不大。2009年，当市场逐渐淡忘“大小非”问题时，解禁“大小非”却在尽情享受高价套现的快感：2009年度减持规模高达1136亿元，同年主要股东的增持规模却仅有115亿元，减持压力大增。

从减持主体来看，财务投资者、不具备控股权的中小股东是主要减持方，而国有大股东的减持行为却较少发生；从减持个股来看，估值偏高的成长类股票是主要的减持对象，但绩优蓝筹股的逢高减持也很常见。“大小非”减持对市场有较大负面影响。一般认为，“大小非”属上市公司的内部人，掌握较多的公司信息，他们的减持容易被市场理解为对公司前景不乐观，进而滋生对市场的悲观情绪。但当个股出现非理性上涨时，解禁“大小非”以减持方式对市场降温，也不啻为一剂良药。因此，政策性或市场性手段的目的并非限制解禁“大小非”的出售，而是防止其“因为持有成本低，而在股市低迷时的非理性抛售”。

## 缓解“大小非”套现冲击的主要手段

### (一) 行政性指导

2008年4月，中国证监会发布《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》(简称《指导意见》)，要求对“大小非”已解禁限售股一个月内出售量高于总股本1%时，应通过交易所大宗交易系统转让。同年5月，《上海证券交易所大宗交易系统专场业务办理指南(试行)》规定，“大小非”减持比例达到5%的，应当在三个交易日内公告，并在公告后的两天内不得再行买卖。

由于股权分置改革后，“大小非”

已经通过向流通股股东支付对价的方式，在解禁后获得流通权，因此，《指导意见》不是行政命令。另外，解禁“大小非”也较容易避开《指导意见》的约束，比如“小非”可分批以略低于1%的额度直接在竞价系统抛售；“大非”则可选择“过桥减持”的方式，在大宗交易平台让特定交易对手代持，然后再通过大宗交易平台回购，最后再通过竞价交易系统抛售，或者直接通过大宗交易平台出售给关联交易方，再由关联交易方直接在竞价交易系统抛售。

总之，面对已获得流通权的解禁“大小非”，试图通过行政性指导来阻碍其变现具有很大困难，也不符合股权分置改革的基本精神。监管部门更应通过市场化手段以及向解禁“大小非”提供更多金融工具的方式引导其继续持有，至少不在股市低迷时低价抛售。

## （二）可交换公司债券

为了防止“大小非”在股市低迷时因缺乏资金而低价抛售股票，监管层于2008年10月发布了《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》。可交换公司债券是上市公司的股东依法发行、在一定期限内依据约定的条件可以交换成该股东所持有的上市公司股份的公司债券。该债券由于内嵌认购期权，因此发行利率低于公司债或银行贷款利率，同时转换价格一般设为高于现价。这对持有解禁限售股的法人“大小非”而言，有两大好处：若股价下跌，虽不能实现高价卖股，但会实现低成本融资；若股价上涨，既能实现低成本融资，又能实现高价卖股。当然，也有不利之处：若股价下跌，虽实现了低成本融资，但持股市值缩水；若股价上涨，虽实现了低成本融资和高价卖股，但出售价格因事先确定肯定会低于当时的市场价格。这两利与两弊需要可交换公司债券的发行人认真权衡。

可交换公司债券适合持股和售股意愿均不坚决（视出售价格而定）、有融资需求且认为当前股价偏低者。理论上，可交换公司债券能部分解决股市低迷时期的解禁股东抛售问题。但由于其上市需要保荐人，不仅发行过程较为复杂，而且持股人往往就转换价格、票面利率两方面同时提出过高要求，因而往往会导致可交换公司债券难产。究其原因，是因为交换对象为存量股票，其购买人、发行人的利益对赌性较强，故确定具体条款的博弈过程漫长，而股价又常处于高度波动状态。

除已经实施的《指导意见》和可交换公司债券外，对于“大小非”减持如何规范，还有很多新建议，比如针对“大小非”开征资本利得税、大宗交易平台引入做市商、“大小非”作为融券标的物出借，以及“大小非”作为发行备兑认购权证的担保品，等等。

## 股指期货可有效缓解“大小非”减持

在上述缓解“大小非”套现冲击的手段中，行政性指导、加征所得税属于行政手段，可交换公司债券、融券业务和备兑权证属于市场手段。随着国内股指期货推出，市场性手段又添新丁。

国内股票市场中，系统风险是重要因素。股指期货为“大小非”提供了重要的市值管理手段，其作用主要体现在缓解短期冲击。正如前面所言，无论是采用政策性手段还是市场性手段，其目的并非是限制“大小非”的出售，而是防止“大小非”在股市低迷时期的“非理性集中抛售”，对市场造成不必要的伤害。但在恐慌蔓延的市场气氛中，在大宗交易平台中可能会找不到交易对手，可交换公司债券可能会进程缓慢。即便市场允许便捷地发行可交换公司债券、备兑权证，也不能对所持股票充分地避险保值。若无合适的工具管理所持股票的市场风险，恐慌中的抛售就在所难免，而集中恐慌性

抛售也必然会演化成一场股灾。在这个过程中，股指期货可以扮演资产避险工具的角色：在股市恐慌气氛弥漫之初，大宗股票持有者可转向交易量更大的期货市场做空，从而避免在现货市场集中抛售股票引发新一轮下跌。

随着股指期货市场的发展与成熟，期货合约能够很方便地为大宗股票持有者提供风险对冲工具，以应对未来数月的股市流动性风险。根据《中国金融期货交易所交易细则》，沪深300股指期货合约的合约月份为当月、下月及随后两个季月。对于希望出售股票的“大小非”而言，在恐慌性抛售氛围中，优先做空流动性更强的期指合约，待市场恢复平静后再在现货市场沽售并平掉期货头寸，是更为理性的选择。因此，建立流动性良好的期指市场，可以有效缓解非常时刻“大小非”减持的负面影响。

具体实施时，为使股指期货在缓解“大小非”减持冲击方面发挥作用，需要满足以下条件：一是构建起较现货市场流动性更强的股指期货市场。股市低迷时，引导“大小非”做空期指而非直接抛售股票的背后逻辑，是期货市场较现货市场的流动性更强，能够抵抗更大的做空压力。如果建立起的股指期货市场流动性不足，就很难在股市低迷时对“大小非”的抛售浪潮起到缓冲作用。二是为已经通过做空股指期货套期保值的“大小非”在连续竞价的现货市场抛售个股提供更为简便的手续。比如，放松对“大小非”已解禁限售股一个月内出售量高于总股本1%以上必须通过大宗交易平台的规定，当其在一段时期内连续出售套保额度内的股票时，应简化其信息披露程序。■

（作者单位：北京大学经济研究所 光华天成博士后工作站 中国建设银行河北省分行办公室）

责任编辑 刘莹