

编者按：本次讨论的目的，是通过对2005年5月开始的股权分置改革进行回顾与展望，探讨进一步完善股权分置改革的政策措施与办法。本期主持人：西南财经大学博士生导师郭复初教授；参加讨论者：西南财经大学出版社社长、博导冯建教授，四川大学博导干胜道教授，中国海洋大学财务管理研究所所长罗福凯教授，山东工商学院吴树畅副教授。各位的发言属个人观点，仅供参考。

股权分置改革的回顾与展望



主持人开场白

郭复初：股权分置改革是经济体制改革的重要内容，对完善中国资本市场、提高资本配置效率、完善现代企业制度和现代产权制度均有积极作用。从2005年5月起开展股权分置改革试点以来，已先后有16批约200多家上市公司的股票步入G股(已经进行了股权分置改革的上市公司其股票简称前加英文字母“G”以示区别此类股票统称为“G股”)行列，但却并没有给市场带来期望已久的激情。G股在整体水平上不涨反跌的“尴尬”局面引起了学术界和实务界的反思。

股改政策回顾

罗福凯：我国上市公司的股权分置既不符合财务学上的

资本可流动性和可分割性，又破坏了资本市场证券定价机制。长期以来，资本市场里那只“看得见的手”一直在协助那只“看不见的手”维持交易秩序。1999年9月党的十五届四中全会作出《关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》，同年12月，财政部会同证监会决定选择10家上市公司进行国有股减持试点。由于实施方案与市场预期存在差距，市场反映不理想，只操作了“中国嘉陵”、“黔轮胎”两家公司，试点就很快停止了。2001年上半年，国务院成立了由相关部委参加的国有股减持部际联席会议，对减持国有股补充社会保障资金进行专题研究。2001年6月12日，国务院发布《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》，要求国有股按市值减持，在16家股份有限公司执行了上述政策后，由于市场反应强烈，证监会报国务院批准后于当年10月22日宣布暂停国有股减持。然而资本市场依然低迷，2002年6月4日国务院又进一步发文表示以后不会在证券市场进行国有股减持。此后，直至2004年1月31日《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》发布后，作为推进资本市场改革和发展的一项制度变革，解决股权分置问题又正式提上决策日程。4月30日，股权分置改革正式启动。5月9日首份股权分置改革方案亮相，4家上市公司开始试点。5月30日证监会、国资委联合发布《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；9月5日《上市公司股权分置改革管理办法》正式出台。

针对股权分置改革的讨论已经很多，对各方论述的评判使用纯粹错误和绝对正确的结论是不合适的。上市公司股权

分置的制度安排是我国资本市场初期的合理选择,是历史产物,如同境外的资本市场初期有普通股和优先股之分一样。

这次股权分置改革的动因,是流通的股份和非流通股份实质上形成了两个市场、两个价格。这种情况和我们曾经在商品市场遇到的价格“双轨制”有类似之处,带来的是寻租、价格信号失真、割裂的市场失去有效引导资源配置的作用等问题。物质产品市场的快速发展和公司治理的日趋完善,迫切要求资本市场的效率、管理和规模都上一个新台阶。不同的利益群体有着不同的价值取向。简单的全流通方案是市场无法接受的,因为股本折价的风险过大;而复杂的全流通方案不仅操作难度大、成本昂贵,而且分散大家的注意力,容易搞乱思想、影响信心。因此,现在把股权分置改革的总原则描述为“完善制度和有关法律法规,坚定不移地走有中国特色的社会主义市场经济道路,坚持‘法制、监管、自律、规范’的既定方针,按步骤分批操作”是符合现实情况的。通过股权分置改革,中国资本市场将逐步进入健康发展的轨道。

G股为什么下跌?

干胜道:对于G股从总体趋势看处于下跌的状态,各方见仁见智。主要有扩容预期论、对价太低论、年末资金撤离论和提前反映论等多种观点。但这些观点基本上都是从二级市场的角度进行探讨的,并没有考虑上市公司基本面的因素。从财务的角度分析原因主要有以下几个方面:

其一,股权分置改革解决的是非流通股的“流通权”问题,对于上市公司来说并没有改变其资本总量,而且不菲的股权分置改革成本还得记在上市公司的账上,加之有的上市公司还乘机将历史上的一些财务包袱一股脑儿计入了当年的管理费用,导致2005年上市公司的财务业绩预期会有所下降。业绩对股价的决定性影响制约了G股的表现。

其二,股权分置改革并不能解决控股股东对上市公司资金的侵占问题。无论在我国还是西方,上市公司的控制权一直是资本市场股东追逐的对象。控股股东可能通过对上市公司有失公允的商品“贱买高卖”等多种手段寻求控制权的“私有收益”,从而损害中小股东和利益相关者的合法权益。特别在我国,由于经济转轨、社会转型、企业转制、法律的不完善、中介市场的“鱼龙混杂”、“潜规则”的流行以及处罚过于“宽松”等,投资者及潜在投资者对于“后分置”时代可能发生的控股股东恶意“掏空”上市公司的行为有太多的担心。这种担心会不同程度地表现在G股的股价上。

其三,股权分置改革并不能改变我国上市公司整体上财务质量差、经营能力弱等“毛病”。长期以来,我国国有企业上市前吃财政,上市后吃银行,靠“父母”(即股东)的依赖心

理一直存在。这表现在对股权融资过度“偏食”、持续分红能力差、重筹资轻投资、通过经营活动获取现金流入的能力严重不足、资产被大量的应收账款和存货所占用、主营业务利润不断滑坡等。像四川长虹发布的美国APEX公司4.6亿美元欠款可能有3.1亿美元难以收回、在南方证券委托理财的1.82亿悉数难以收回,吴忠仪表被迫为以前的轻率担保替深圳某企业支付3000万元“真金白银”,号称中国最大的民营企业德隆的资金链断裂等资金安全案例并不会因股权分置改革而不再发生。这种财务能力和经营能力的长期“积弱”能否改变是资本市场投资者心理不踏实的重要方面,也是中国股市长期低迷的根本原因。

郭复初:某些个股在股改方案的设计上也还存在一些问题。例如,宝钢股份在2005年8月经股东投票通过的股改方案为10股送2.2股及1份认股权证,同时宝钢集团承诺:在宝钢股份股东大会通过股权分置改革方案后的两个月内,如果宝钢股份的股票价格低于每股4.53元,集团将投入不超过20亿元资金通过上证所集中竞价的交易方式增持宝钢股份社会公众股,在增持计划完成后的六个月内不出售增持的股份。此外,还有宝钢股份获得流通权后两年内不上市交易,三年内宝钢集团持股比例不低于总股本的67%等多项承诺。应当说,宝钢集团作为非流通股股东,对流通股股东的上述承诺表明维护流通股股东权益的负责态度,其精神是好的。但是,宝钢集团承诺不惜投入巨资将股价维持在每股4.53元是不恰当的。因为股价的变化是多种因素综合变化的结果,包括国内外政治经济形势、资本市场资金供求与股票供求状况、钢铁产业结构变化与市场供求变化、股民心理因素等等,并非宝钢集团作为大股东所能准确预测和控制的。因此,投入巨资维持股价的承诺是缺乏依据的。不出所料,不久G宝钢每股股价就跌破了4.53元,宝钢股份从2005年8月25日起在二级市场增持G宝钢股票,20亿元增持资金很快用尽,9月2日其收盘价为4.31元,护盘失败,使市场做多的信心遭受打击。2005年12月29日,G宝钢已跌至每股4.17元。这表明,上市公司股改方案的设计应当具有科学性,不能为取悦流通股股东而作不切实际的承诺。

送股是股改对价的惟一方式吗?

吴树畅:自2005年5月股权分置改革试点以来,直至2005年年末,除个别公司外,大多数推出股权分置改革方案的上市公司都采取了送股的对价方式,平均每10股送3股。对价方式及其数量的多少是流通股股东与非流通股股东相互博弈的结果。然而,股票市场却一直低迷,参与股改公司股票的价格也出现了除权后的大幅下跌,甚至有的还跌破了股

改前的股票价格。那么,究竟是什么原因造成股票价格的下跌呢?是股改方案本身,还是对价方式的选择出现了问题?

为了获得股票流通权,非流通股股东作为受益者,向流通股股东支付一定的对价以补偿其因此而带来的损失,股改设计的思路是没有问题的。问题的核心是如何选择正确的对价方式?如何确定对价的数量?送股作为对价的方式,具有操作简单、易于推广的特点,但是,所送股票的价值除了和宏观经济的运行状况以及上市公司的获利水平息息相关之外,还和证券市场上股票的供求关系密切相关。如果股权分置改革完成,近7400亿非流通股股票

将要在市场上流通,未来股票市场的供求关系将会打破,投资者预期收益具有高度不确定性。在这种预期之下,就不难解释为什么会出现股票市场低迷,股改公司股票价格下跌的现象了。

为了提高流通股股东的预期收益,有的股改公司非流通股股东承诺如果股价低于预设价格,将进场买入以提高股价,或向流通股股东发行认股权证,即流通股股东可以按照权证约定的价格将股票卖给非流通股股东。这种送股并辅以权证的对价方式,一定程度上弥补了单纯送股的弊端,但是,非流通股股东的财务信用由谁来担保,和市场的力量相比,信用能够抵挡市场可能带来的股价下跌风险吗?

另外,送股作为对价支付的方式是有局限性的。如A+B、A+H、A+H+N等类型的上市公司,非流通股股东占相对控股地位的上市公司,非流通股被抵押、质押、冻结的上市公司,非流通股股份被多次转让的上市公司就不适合采取送股的方式。

因此,单纯送股的对价支付方式很难彻底、稳妥地解决股权分置问题。有的上市公司已经推出了新的对价支付方式。如万科公司大股东持有的非流通股仅占总股本的10.3%,如果按送股的对价支付方式,大股东很可能失去控股地位,因此,万科推出了大股东向流通股股东按每10股送7份存续期为9个月的欧式认股权证,行权价为3.59元。这种仅以认股权证为对价支付方式的股改方案对于含有H、B、N股的上市公司来说无疑是一种新的尝试。但是,这种尝试必须建立在对公司盈利增长良好的预期基础上,否则,大股



东将面临极大的财务压力,当9个月之后,万科公司的流通股股东行权,大股东将支付73.6亿元。除此之外,有的学者还提出了“预设可流通底价”的对价方式,这样可以强化大股东提高股票价值的责任。只有流通股股票的价格大于或等于预设的可流通底价,非流通股股票才能在市场上流通,否则,大股东将失去股票流通权。但是,这种方案对于成长性较好的公司来说具有适应性,而对于ST、*ST、PT类的公司来说,短期内解决股权分置问题似乎是不现实的。

我认为,在股权分置的基础上,上市公司向非流通股股东定向发行优先股股票置换非流通股股票也是解决问题的对策。因为,非流通股股票和流通股股票本身就是两种性质

不同的股票,如果用优先股股票置换非流通股股票,一方面继承了历史,另一方面,非流通股股东放弃了部分或全部表决权,相当于向流通股股东支付了对价。根据上市公司的实际情况,可就股息支付方式、流通限制条件、是否可以转换为普通股、是否具有表决权等方面设计不同的优先股对价方案。这样,不仅可以完善上市公司治理结构,而且可以建立优先股股票市场、优化证券品种结构、缓解普通股股票的供给压力。

总之,送股不是对价的惟一方式,也不是解决股权分置的惟一办法。上市公司可以根据实际情况选择送股、发行权证、支付现金、发行优先股、预设可流通底价、股票回购等不同方式及其组合,以确保股权分置改革的顺利进行和证券市场的健康发展。

股价涨跌是否是检验股改成败的标准?

冯建:我认为,不能用股价一时的涨跌作为判断股改成功与否的标准,同时也不能否认股价涨跌与股改成败之间的相关性。众所周知,近四年来我国股市连续下跌,投资者的投资信心遭受严重打击,市场的供给与需求严重不平衡。在这种背景之下进行的股权分置改革所面临的风险和危机是不言而喻的。在股市中,价值可能被高估或低估,股价的决定因素非常复杂,改变其中的一个因素并不能在短期内扭转乾坤,投资者熊市心态的转变要有一个过程,不能把其他因素

引起的股市下跌,简单归咎于股改。如果认为股价涨跌是检验股改成败的惟一标准,那么背后的逻辑就是自2001年以来历时四年的股市暴跌完全是由股权分置造成的,这难免有失偏颇。G股下跌的真正原因仍是估值偏高,过高的溢价必然导致价值回归,股市涨跌和股权分置改革的成败没有必然的、直接的联系。股改带给股市的冲击主要表现为公司前景的不确定,使投资者对市场产生恐惧,导致投资信心不足。

有人认为,多数股改公司股改方案通过说明股改是成功的,这种提法是把股改的“完成”等同于股改的“成功”。在股改方案表决的博弈过程中各方的地位并不完全平等,上市公司完成股改并不代表股改的目的已经达到。股改成败标准应与整个市场能否健康协调发展挂钩,应该以“投资者、上市公司、股价和宏观经济”四者之间的和谐为核心。通过股权分置改革,促进上市公司内部法人治理的健全和完善,提高上市公司质量,使控股股东和其他股东一样关心股价,使中小投资者的利益得到真正的保护。其结果就是,市场约束的形成,自主定价权的确立,社会资本的大规模进入,上市公司购并价值的提高。中国证券市场将由行政主导转为市场主导,真正成为优化资源配置的工具,成为国民经济的晴雨表,成为各类投资者分享中国经济腾飞硕果的场所。

主持人述评和总结

郭复初:通过大家讨论,对已进行了约9个月的股权分置改革试点和推行工作,我们可以得到以下几点初步认识:

(1)股权分置改革是必要的。从20世纪90年代初期上海与深圳两个证券交易所成立以来,现已有1000多家上市公司的股票上市流通。但上市公司的股票中约有2/3的非流通股暂不上市流通,只有1/3的流通股在流通,这一股权分置状况虽有历史的必然性,但若长期不加解决,必将影响资本市场对上市公司的评价功能和资本配置效率,影响上市公司治理结构的完善,影响国有经济战略性调整的进行。中国资本市场经过16年的逐步发展,已具有解决股权分置问题的基本条件,现在有关部门下定决心解决这一问题是有必要和正确的选择。

(2)股权分置改革既有经验,也有教训。尊重上市公司流通股股东和非流通股股东的意见,在股改方案的设计与表决中充分发扬民主和尊重群众的首创精神,采取对价方式较好地解决了流通股与非流通股的价差补偿问题,是股改试点取得初步成功的关键。然而,几个月的股改试点也存在不少问题需要进一步研究解决。例如,部分上市公司非流通股股东为了使股改方案能顺利通过,往往做出一些不切实际的承诺,如承诺保证股价维持在一定水平之上,如低于这一价格将投入巨资护盘,事后证明上市公司无力护盘,并失去股民的信任。

又如政府有关部门发布的股改管理办法中未明确上市公司进行股改在业绩方面的要求,对业绩较差或已严重亏损的上市公司是否可以不进行股改未作限制,这引起股民对市场未来预期风险的担忧。再如,股权分置改革中发生的中介机构费用、宣传推荐费用、股改方案制订与实施费用等,现行办法规定由上市公司列支当期“费用”,这直接影响公司当期损益,影响公司持续经营能力。上述问题应在股改中逐步加以解决。

(3)股价涨跌不是检验股改成败的主要标准。股改的目的是通过解决非流通股的流通问题,完善中国资本市场与上市公司治理结构,提高上市公司质量,给广大股民以更好的回报。从总体上讲,是利好因素,有利于推动股市大盘上行。但股价涨跌有其市场自身的规律性,受多方面宏观与微观因素变化的影响,并非解决股权分置这一个因素可以左右,因此不能将G股下跌的原因归罪于股改。上面谈到股改中存在的几个问题对股民心理因素和上市公司持续经营能力的影响,也是G股下跌的原因之一,应引起有关方面的高度重视。要把股改的速度、力度和市场可承受度紧密结合起来,针对存在的问题制订有效政策措施加以解决,使股改能够积极稳妥、循序渐进地向前推进。

(4)进一步研究完善股改的政策措施。股权分置改革是否成功的标准是看资本市场能否进一步完善,公司法人治理结构能否进一步合理,股民的权益能否得以维护,但这一切的基础是股改后上市公司的质量能否提高,广大股民投入的资本能否下出“金蛋”。如果股改后上市公司的质量不能提高,流通股股东获送的股票再多,仍然得不到应有的回报,那么这些以对价形式获得的股份又有何意义?这是广大股民目前担心的主要问题。因此,共同发布《关于上市公司股权分置改革的指导意见》的证监会、国资委、财政部、人民银行和商务部等五部委,不仅要负责分期分批地完成股改工作,而且要把工作的着力点放在已经股改的上市公司质量的提高上来。应认真研究股改公司的业绩标准,先对业绩好的上市公司进行股改。对那些业绩差或严重亏损的上市公司,要研究这些公司是否应当破产或者退出资本市场的政策措施,而不要急于搞股改,使股民背上新的包袱。对那些有发展潜力,而又有可能扭亏为盈的上市公司,要采取扭亏增盈措施,等盈利后再进行股改。对已股改而出现严重亏损的公司,应严格按照《公司法》和《破产法》办事,决不姑息。同时,应研究股改费用的开支范围和开支渠道,考虑可否采取冲减资本公积金或分期摊销的办法等。

总之,只要坚持正确的方向,采取有力的政策措施,股权分置改革定会取得圆满成功,成为一项真正让人民满意的工程。■

责任编辑 李斐然