



您的位置：首页 - 最新观点

易宪容：股权分置改革试点成败的关键(5月11日)

文章作者：

当市场热盼的股权分置改革试点正式启动后，市场又出现了“黑色星期一”。本来股权分置改革试点是为了清除目前资本市场发展的重大障碍，为国内资本市场发展创造基础性条件与环境，但市场却把这看作重大的利空，这是为何？

网上的问卷调查表明，有四成以上的民众认为试点的启动是重大的利空，只有二成五的民众看作是利好。事实上，5月9日的市场股指大幅下跌也在一定意义上反映了大多数民众的倾向，也反映了市场一种利益博弈的开始。

毫无疑问，股权分置改革试点启动是国内股市一次大的制度变革，而且制度变革的核心就是市场中不同群体之间利益的大调整，通过利益关系的调整来改变目前国内证券市场现状，来改变市场利益相关者的行为与行为预期，以致来改变整个证券市场的运作机制。在本文看来，认真把握这次改革试点过程中的利益变化格局是了解市场变化之关键，也是投资者如何调整个人行为决策方式的关键。

利益调整首先是在非流通股股东及流通股股东这两个利益群体之间进行，而非流通股股东又有国家股、发起法人股、外资法人股、募集法人股、社会法人股等。几年前我就撰文指出，如果非流通股可以流通，那么非流通股将成为国内证券市场最后的一个大金矿。因为全流通后，原来以净资产计算的资产将以市价来计算，因此上市公司的财富将普遍上涨两倍以上。如果按照市价卖出手中的股票，不少人可以获得数以亿计的现金，其资产与上市初期相比将增长数倍。

当然，对于国家股来说，国家本来也应该是这次股权分置改革试点中的最大获益者，但这只是在理论上成立。看看这几年大量的国有企业的财富通过种种渠道与方式转移到个人手中，转移到国有企业主事者手中，也就应该知道国家股在这次股权分置改革试点过程中会是什么结果了。掌握国家股的主事人如果与流通股大股东合谋来侵害国家资产可能并不是难事。这就在于监管机构与国有资产管理部门能否有火眼金睛了。

至于流通股股东，它应该是一个十分复杂的利益群体，它有机机构投资者、券商、分散的中小投资者及上市公司。从现在的利益格局来看，一方面社会公众股股东要与非流通股股东博弈，希望从非流通股那里获得最大的补偿利益；另一方面在流通股股东中的这个利益群体中又面临着复杂的利益博弈关系，它们所获得的利益到底如何是相当不确定的，尤其是各家上市公司的流通股股东群体结构不同，它们之间的博弈结果是会不一样的。

按照股权分置改革试点之精神，这次股权分置改革试点的博弈不是一个简单的“让利”或“补偿”的问题，而是市场利益各方如何寻找一个利益平衡机制的问题。《通知》中“统一原则、分散决策”的精神就是希望这次股权分置改革的试点不是单纯或者主要依赖行政管理部门来完成，而是希望各市场主体遵守法律法规和市场基本原则，在公正公平的原则下，以市场化的方式各自来行使自己的权利，来追求自己的利益，并以此来找到解决各上市公司股权分置问题大家都认可的方案。这就在于各家上市公司中利益相关者在其方案达成过程中的作用，在于占市场主导优势的群体如何应对所规定的改革试点之原则。不过，这种由监管部门提供股权分置改革之原则或制度，并以市场化的方式进行利益博弈应该是化解问题的正确方向。

目前市场上的投资者结构发生了巨大的变化，《通知》颁布的规则如果不能满足这种变化了投资者结构，即使设计的制度最好，市场就可能出现逆向反映。因为，在目前的市场已经完全受机构投资者主导，市场那些分散的中小投资者即使可以在市场中表达自己的意见，但早已成了市场的弱势群体。可以说，在目前的市场中，机构投资者一定会通过种种方式来争取其利益，一定会借助于其优势来争取自己的利益。如果市场中对它们关注不多，它们同样也可用脚投票，证券市场的股价下跌也在所难免。

从5月9日启动试点的四家公司来看，如清华同方、金牛能源、三一重工和紫江企业，这四家公司具有以下共同特点：管理规范、没有任何违法乱纪行为；主业突出、经营业绩良好、连续三年赢利；都不含有B股和H股；总股本都在20亿元以下；非流通股股本比例在50%以上；2005年一季度，四家公司的十大流通股股东都是机构投资者。从本文来看，监管部门之所以选择这样四家公司来试点，就是希望让改革试点更加简化、更容易成功、更适应机构投资者的赢利模式。我想，这样的思路与作法也是考虑了现实的情况。

但是，这里也应该有以下几个问题，一就是这类改革试点上市公司是如何确定的，仅仅是由监管部门来确定呢？还是通过比较透明化的市场方式来确定呢？如果是前者，那么凭什么市场会相信监管部门选择一定会比市场的选择更公正公平呢？还有，这次上市公司试点是由监管部门来确定，那么以后的上市公司股权分置改革试点确定又如何来进行呢？如果股权分置改革试点从一开始就没有好的规则与制度来保证整个市场运作公平公正性，那么市场改革是否又会回到以往政府为主导的老路上呢？

在这种情况下利益向某些群体倾向也就会十分明显了。比如，在这次股权分置改革试点中，最大的受益者可能是有保荐人资格的券商。因为在《通知》中规定，股权分置解决方案必须通过保荐机构来操作。有人指出，尽管目前证监会还没有相关的硬性规定，但按照惯例，如果解决股权分置的试点方案中涉及股票发行，保荐机构将收取承销费和保荐费；如果只是送股，不涉及发行，则只收取保荐费。目前的承销费大致在总的融资额的1.5%到3%之间浮动，保荐费没有固定的标准，约与承销费相当。如果1300多家上市公司都实现全流通，那么以券商为主体的保荐机构将从中获利超过100亿元。也就是说，监管部门通过制度设定的方式明显地向某群体输送利益，这又可能让我们的市场走传统的老路。在这个问题监管部门是否值得深思及寻找某种更好的方式呢？

正如上面所指出的，在这次股权分置改革试点中最大的问题是如何来保护中小投资者利益的问题。因为，对国内证券市场的中小投资

者来说，由于以往在市场的弱势及受到严重的掠夺，中小投资者早已对国内股市丧失了信心。如果说，这次股权分置改革试点能够真正让这些中小投资者获得实惠，他们以往被掠夺的利益在一定程度上得到补偿，那么国内股市会重新燃起中小投资者对市场之希望；如果情况不是这样，在这次股权分置的改革中中小投资者利益又受到重创，那么国内中小投资者一定会泯灭仅有的一线对国内市场的希望，股市熊市也就遥遥无期了。

总之，股权分置改革试点中的利益格局是十分明显的，由于中小投资者的天然弱势，他们的利益最可能受到侵害与掠夺；而国家股仍然处于产权缺位状态中，国家股的利益也容易受到侵害，监管部门应该密切关注这两种权益在改革中的变化，以便随时调整相关的政策与法规。而这是股权分置改革试点成功与否的关键。

文章出处：《中国经济时报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所