



您的位置：首页 - 最新观点

易宪容：全流通试点要坚守程序正义(5月11日)

文章作者：

5月9日，金牛能源、三一重工、紫江企业、清华同方等四家试点上市公司宣布停牌，股权分置改革试点工作拉开序幕。但是，当市场盼望许久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”。5月9日股市指数跌到了六年以来的新低。网上问卷调查表明，这次股权分置改革试点的启动有四成以上的民众认为是市场重大的利空，而只有二成五的民众看作是利好。

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，是有利于确立证券市场价格发现机制、有利于资本市场资源有效配置、有利于有效的上市公司治理机制确立及深化国有资产管理体制，是为国内资本市场发展创造基础性条件与环境，但实际上市场反映并没有如人们预期那样，反之，市场则把股权分置改革试点的启动看作重大的利空，为什么呢？

坚守程序正义要自始至终

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，这样的思路与做法也是考虑了现实的情况。

但是，这里也应该注意以下几个问题，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去呢？在这种情况下利益向某些群体倾斜也就十分明显了。

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，证监会规定，股权分置解决方案必须通过保荐机构来操作。在券商全线亏损、部分券商面临淘汰的关键时刻，证监会出此一招，是为了股权分置改革试点问题真正地得以解决呢？还是证监会对体系内机构通过权力的一种设租行为呢？如果这是证监会对自己体系内的机构权力的设租行为，保荐机构和保荐人昂贵的收费最终还是需要股民来埋单。如果我们市场从一开始就明显出现这种非公平公正的东西，那么这个市场是否会朝好方向走是相当令人质疑的。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市场老路。在这个问题上监管部门是否值得深思及寻找某种更好的方式呢？

目前的股市利益格局

事实上，5月9日股指大幅下跌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，这次股权分置改革试点启动应该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。

但是，这次证券市场的制度变革将导致什么样的利益格局呢？这种利益博弈机制又是如何来运作的？这种博弈能够真正体现对证券市场中小投资者利益的保护吗？这次股权分置改革试点制度是早就把相关的利益界定得十分清楚，或这次制度早就有更多的倾向性呢？在本文看来，只有从这样的一些角度来思考，才能真正看到这次股权分置改革试点之大势。

可以说，在目前的股市利益格局中，先可以分为非流通股股东及流通股股东，股市利益调整首先是这两利益群体之间的调整。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，在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。

有媒体说，在中国，这次股权分置改革试点将创造不少亿万富豪。道理就在于，在全流通后，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2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，但理论上推论并不等于现实中的财富。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、转移到国有企业管理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财富变化可能会导致什么样的结果。如果掌握国家股的管理者要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这个利益群体中，他们又面临着复杂的利益博弈关系。至于这个利益群体中各个部分群体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。

因为，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”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。在试点过程中，可能一家上市公司所达成方案更有利于中小投资者，而另一家上市公司达成的方案则不是这样。

当然，这里更为重要的是，目前市场上的投资者结构发生了巨大的变化，已经完全是机构投资者主导天下。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。如果试点不能够满足机构投资者的利益，即使设计的制度再好，它们同样也可用脚投票，证券市场的股价下跌在所难免，市场出现逆向反应就十分自然了。

保护中小投资者是最大的问题

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，而反之，即在这次股权分置的改革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，国内股市也就彻底完了。

对于如何来保护中小投资者的利益，首先要看的不是监管部门的信誓旦旦，而是要从改革试点的规则的公平公正性、改革试点操作的严格程序化及监管的严格有效性入手。在这次股权分置改革试点中，不仅在于两类股东之间的讨价还价，而在于中小投资者在社会公众股股东的利益调整过程中保证其利益不会受到侵害，以及当它们的利益受到侵害时如何及时纠正与补偿的问题。

正如有人问我，这次改革试点是利好还是利空？我就说，其实这次改革试点没有什么利好或利空的问题，最大的问题就在于监管部门如何做，如何在改革试点的过程中来提供好的规则与制度、保证运作模式的程序化及如何不断地修正与完善其规则。只要监管部门真正的担当起责任来并以市场为主导，这次股权分置改革试点也就会走向好的地方。

总之，在这次股权分置改革试点中，其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；还有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：《东方早报》

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

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