



## 让股改尽快走上平稳健康的运行轨道 —— “中国股权分置改革政策分析座谈会” 综述

综合开发研究院（中国·深圳）证券研究所  
深圳市新兰德证券投资咨询有限公司

2005 年 11 月 12 日，综合开发研究院（中国·深圳）证券研究所与深圳市新兰德证券投资咨询有限公司在京联合召开“中国股权分置改革政策分析座谈会”，邀请国家有关部委、基金管理公司、证券公司以及有关研究机构的专家、学者 20 余人，就股权分置改革实施以来的进展情况及存在问题进行了交流与探讨。

2005 年 5 月以来，酝酿多年的上市公司国有股减持与全流通，最终以股权分置改革的形式登上历史舞台。经过一、二批试点，目前股权分置改革已进入全面推进阶段。截止 11 月初，已经完成股改的公司超过 100 家，正在股改中的公司接近 200 家，所有这些公司的流通市值占深沪上市公司总流通市值的四分之一。

尽管进展比较顺利，没有出现大的混乱与波折，但是，G

股（股改完成后重新挂牌上市的股票）市场表现低迷疲弱，股改进展各地区、各行业差异很大，中小投资者参与积极性降低，对价标准混乱，对价修改幅度大的不规范性现象等等，已经充分暴露出了股改中存在的问题。

不仅如此，对有关对价的正当性与必要性、对价与国有资产保值增值的关系、股权分置改革的性质、内涵以及股权分置改革与其他环节和领域的互动以及牵连的关系等深层次问题，各方的看法分歧依然很大，缺乏应有的共识。这些问题的存在直接影响到股权分置改革的深化与推进，将动摇人们的信心，扰乱市场的预期，对改革中的证券市场造成不应有的冲击，并给我国的宏观经济运行及社会稳定带来不可忽视的负面影响。

本次座谈会对这些问题进行了深入的分析 and 讨论，并提出了具体的解决方案。以下是对这次座谈会主要内容的归纳与总结，为了叙述的方便，本综述未提及与会发言者的姓名，特此说明。

## 一、对目前股改形势的基本判断

### 1. 市场基本接受股改的做法

经过多年的酝酿与准备，上市公司国有股、法人股的流通问题终于在今年 5 月揭开面纱，以股权分置改革的形式走向市场。在此之前，中国证监会等有关部门曾组织券商、基金公司以及其他相关部门对国有股的流通问题进行过专门的研究，总结出了七大类四千多种行动方案。但因为没有从根本上解决市场的内在矛盾，方案难以被市场接受，国有股流通问题最终流产。

到了今年 5 月份，国有股流通问题被归结为股权分置问题，并提倡通过对价的方式由非流通股股东与流通股股东通过谈判协商解决。应该说，这种解决思路是实事求是的，抓住了问题

的关键，在一定程度上切合了市场实际状况。因此，尽管在宣布股权分置改革后，市场曾一度出现急挫走势，但恐慌与非理性程度远不及以前类似情形出现时的市场表现，市场基本上接受股改的做法并乐见其成。

可以说，到目前为止，市场对股改的反应大体经历了三个阶段：4月—7月的恐慌阶段；8月—9月的接受与期待阶段，以及10月份开始至今的彷徨阶段。这种转变表明人们既希望改革，也担心改革的前景。或者说，人们认为改革的大方向是正确的，但是进程中的问题与困难又动摇了他们的预期及信心。

市场的担心表现在多方面：政府推动股改的信心不足？中间会不会有什么变故？支持股改的政策能否继续下去？

股改能否真正产生效果，即能否真正转变企业经营机制？人们对股改问题的分歧看法与争论会对决策层产生什么影响？

股改过程中产生的诸多问题会对股改的正当性与合理性产生什么影响？

面对这些问题，人们产生疑虑也是十分自然的。原因在于：

股改是我国证券市场的独特事物，并无外来经验可资借鉴，全靠自我探索，因此，其正当性与合理性有待论证与研究。由于缺乏成熟的理论指导，国内专家、学者对这些问题的分析与研究尚处在争论阶段，可谓百家争鸣，百花齐放。政府决策部门在股改之前确定了“统一组织，分散决策”的思路，但对有关环节产生的问题缺乏明确一致的表态。

## 2. 相关各方对股改态度不同

股权分置改革是一项前无古人的新变革，人们的认识不统一，观点有分歧，这也是十分正常的。由于认识上的问题，各方对待股改的态度也就千差万别，其行为自然就会出现反差。具体表现为：

国家职能部门看法有分歧，态度不一，言论口径也不尽

相同，甚至出现打架、拆台的现象，加大了市场的疑虑与困惑。这种现象在中国证监会、国资委等五部委出台了统一的《关于上市公司股权分置改革的指导意见》之后才有所改观，但是分歧并没有完全消除，影响了股改的整体推进与其他配套改革的出台。

专家、学者理论上的争吵。关于对价的正当性与合理性，对价的理论依据及对价水平等问题，专家学者分歧很大，矛盾冲突很明显，甚至到了针锋相对的地步。有人认为国有股、法人股不应支付对价，否则就侵害了国有股的权益。也有人认为过去的做法侵害了流通股东的利益，非流通股不仅应支付对价获取流通权，而且应该补偿因此给流通股股东带来的其他损失。虽然这些争论有助于人们认识股权分置的症结与实质，有助于推动股权分置改革，但争论的原则分歧与尚无统一结论的事实也动摇了股改的合理性基础，使人们对股改的正当性产生了怀疑。由此，有人提出了不支付对价，而强行宣布流通的做法。

上市公司对待股改的态度差异也很大。具体表现为：央企积极性高，地方企业积极性低；民企步子快，而国企相对要慢；在对价上，民企高，国企低；在区域分布上，少数地区步子大，进展快，大多数地区还在等待、观望；在非流通股股东中，也出现了第一、二大股股东积极性较高，其他较小的股东积极性不高，甚至不愿意支付对价的现象。

### 3. 对价方案呈现出多样性特征

各公司依据自身的情况出台各有特色的方案，但在对价的依据解释方面，缺乏基本原则与统一方法，对价修改的幅度大，反映出对价的规范性与科学性差的问题。目前，上市公司采用合理市盈率法、合理市净率法、市值不变法以及超额市盈率倍数法等作为确定对价的依据。这些方法，有些是合理的，能被市场接受，有些（如市值不变法、超额市盈率倍数法等）就明

显难以自圆其说，经不起推敲。由于定价的理论依据不明确，上市公司拿出的对价方案的合理性与科学性就成问题，保荐人与上市公司对自己制定的方案信心不足。结果就出现这样的情形：一方面，以保护中小投资者利益为由，大幅提高对价，以求表决过关；另一方面，保荐人在制订股改方案时马虎了事，粗枝大叶，以市场能接受的对价水平为核心制作对价方案，编造相关数据。

#### **4. 股改网络投票问题严重**

由于确定了两个三分之二的表决机制，中小投资者的态度就显得十分关键，这也是股改保障中小投资者利益的有效机制。但是，在实际投票操作过程中，大股东与保荐人为了确保方案被通过，通过一些利诱手段拉拢投票人，收买投票人，让他们投赞成票。也有一些券商营业部利用网络投票本身的技术缺陷，篡改投票内容，以保证股改方案顺利过关。

### **二、解决股改的观念和思想认识问题**

股改是一项全新的事物，既缺乏理论指导，又牵涉到十分复杂的利益关系，要顺利推进，会遇到许多问题与困难。因此，统一认识，解决思想问题就显得十分重要。到目前为止，人们在有关股权分置改革的几个观念问题上分歧还很大，有必要正本清源，拨乱反正。

#### **1. 股改是一场深刻的革命，是国有企业体制改革的延伸与深化，将对我国的经济社会产生深远的影响**

股权分置改革表面上表现为对价与流通性问题，但实质内容要丰富得多，深刻得多。对价只是改革的手段，流通性问题也只是改革的一方面。股改的实质在于改变国有股权的产权属

性，改变国有股权的运行方式与管理方式，是对国有企业体制基础的再造式变革。过去，我们引进股市，利用证券市场，是借此引入市场化手段，推进社会主义经济体制改革。但是在面临政治压力、意识形态斗争以及国有股流失的问题时，我们做出了国有股、法人股暂不流通的制度安排。而市场的运行结果表明，这种安排使我们的股市起不到应有的作用，上市公司经营机制的轨道半生不熟，企业效益长期低位徘徊。大股东利用股权不流通而形成的控制权优势为所欲为，其结果是证券市场效率低下，资源的合理流动与有效配置难以付诸实现，国民经济的整体效率也大受影响。因此，消除股权分置状况，让国有股、法人股流动起来就成了关键。这种改革实质上就是赋予国有股以完整的产权属性，让其在市场机制的作用下发挥更大的效能。赋予国有股以流通性，改变上市公司股权结构中的先天缺陷，既是市场化取向改革的题中之义，也是发展社会主义市场经济的必然选择，是我国经济体制改革深化的必由之路。

## **2. 股权分置改革不仅仅是对价与简单获取流通性问题，而是一场涉及多方面的综合性改革**

由于股权分置改革赋予了国有股的流通性，证券市场的交易机制将发生深刻变化。这种变化将对过去的观念、制度与规则以及市场行为产生重大影响。主要表现在：

    公司股票的估值模式将发生变化，由部分估值变为整体估值，由此将影响公司融资定价依据，改变融资预期，迫使公司调整融资政策。也会对投资者行为产生影响，有利于投资氛围的形成，压抑投机性炒作。

    国有股获得流通性以后，国有股由静止状态变为流通状态，有利于国有资产的价格发现，有利于资源的合理配置。过去曾经盛行的协议转让将不复存在，报表重组、虚假重组现象将缺乏市场基础。也因此，国有股流通及调控的新制度必须尽

快出台。

上市公司绩效评价体制与国有股代理人的遴选机制必须与新的股权体制相适应。如何在股改以后考评企业业绩与奖惩公司经营层，也是摆在我们面前的新课题。

国退民进的战略在股权分置改革以后如何遵照市场规律实施，在确保市场平稳、社会安定的前提下实现国民经济的市场化转轨，保证有关国计民生的重要产业与重要企业仍掌握在政府手中，这一切都有赖于一套全面有效的新制度的建立与完善。

因此，股权分置改革不是单项改革，不是某个领域、某个部门的改革，涉及了国民经济调控体制、国有资产管理体制以及职业经理人市场等多部门多领域，是一项复杂纷繁的系统工程，需要相关部门的统筹与配合，需要多项改革齐头并进。

### **3. 股权分置改革是由政府主导的由上而下的变革，不是自下而上的自愿改革**

国有股不流通是早期的妥协性制度安排，由此形成的规则与机制已深入人心，左右人们的意识，主导人们的行为。要对此加以根本性的改革，会影响人们的预期与对前景的担心。因此，股权分置改革不是一件容易接受的事。在中小投资者看来，虽然他们明白体制的缺陷，但他们对改革也心存疑虑，在对前景预期不明朗、不稳定的条件下，他们对改革的向往也是虚幻的，投身改革的信心不强，参与投票的积极性不高。5月份新浪、网易、搜狐等门户网站的调查表明，70%以上的中小投资者不希望股改，原因就在这里。而在大股东的代理人看来，过去的体制对他们是有利的，他们可以利用机制方面的缺陷获取利益，而面临的约束条件又十分宽松。因此，他们参与及推动股改的积极性也不高。

但是，问题在于股权分置降低了市场的整体效率，延误了

社会主义市场经济体制的建立与完善。因此，从国家整体与长远利益的高度来看，改变不合时宜的体制与制度就迫在眉睫了。因此，政府的主导性要贯彻始终，要充分调动各级政府的主动性与积极性。只有这样，才能保证股改顺利、快速地推进。目前各地区在股改中的差异也说明了这一点。

#### **4. 要消除在股权对价问题上的错误认识，从国家利益的角度看待对价的必要性与合理性**

股改改变了股票估值的依据，由过去的部分估值变成了整体估值，过去偏高的流通股的价格就面临下降的风险。为了消除制度变革的系统性风险，非流通股支付对价弥补流通股降价损失是合情合理的。而国有股在支付对价后变成可流通了，将会产生很大的经济价值。主要表现在：

国有股的流通权将使国有股价值上升；

国有股的市场定价将有助于国有资产的流动与配置，有利于挖掘国有股的经济潜力；

国有股流通以后的新体制将有利于市场规范化发展，减少内耗，提高整体经济效率。

因此，对价不仅不会损害国有股的利益，反而会增进国有股的利益，更有利于国民经济整体效率的提高。

还有一种错误观点也很有市场。这种观点认为：国有股向流通股支付对价，就是拿全国人民的钱（财富）送给七千万流通股股东。从理论上讲，如果这种对价支付能带来某种不公平的利益，那么，其他置身市外的任何人都可以进入股市而获得对价的好处。因为市场的门是洞开的，任何人都可以自由进入证券市场。因此，上述说法是片面的，不符合事实。

#### **5. 我国的股市有自身的特殊性，股权分置的存在及其改革也具有自身的规律与逻辑**

在股改决策过程中，我们要坚持实事求是的原则，一切从



实际出发，从有利于改革、有利于发展证券市场的立场出发，抓住事物的本质与规律，总结出一套行之有效的方法，而不能拿西方成熟市场的条条框框来套，不能照搬西方的理论与观点。

## 6. 股权分置改革牵一发而动全身

股改虽然改在股市，改在流通性方面，但对我国的产权市场的建设与发展都有利，有利于多层次资本市场的建立与完善，有利于资源的全社会流通与配置，可谓牵一发而动全身。因为就整个社会经济体系而言，股票市场是基础性市场，其定价的有效性将制约产权市场、金融衍生品市场的发展。在国有股、法人股不流通的条件下，证券市场上国有股、法人股只能按协议价转让。这种非市场化的定价是低效率的，由此不仅影响该转让行为的经济性，而且其显示出的信号含义大成问题，使得其他产权市场的价格信号失真。而在基础股价不正常不合理的条件下，以基础股价为基础与依据的其他证券衍生品的交易也失去了合理的基础。信号紊乱，价格含义失真，证券品种交易纯粹成了一种博弈工具，而缺乏对实体经济的指导与引示作用。

### 三、完善股改的十大政策建议

#### 1. 加快股改进程，尽早结束分置状态

股权分置改革关系到市场经济体制的建立与完善。随着我国经济体制改革的深化，股权分置改革的紧迫性自不待言，不能拖得太长，这是一方面。另一方面，股权分置改革问题复杂，战线很长，拖延太久容易产生疲劳厌倦情绪，容易节外生枝以致产生其他始料不及的波动。再者，根据股改初期确定的政策，股权分置问题不解决，就不能发行上市新股，这样会产生三方面的不利影响：

现有上市公司无法通过再融资解决生产经营中的资金需

求问题，不利于上市公司生产经营的稳健发展。

有上市融资要求的企业无法跻身国内证券市场，新陈代谢渠道不畅，既不利于证券市场自身的发展，也不利于其他企业的成长与壮大。

由于直接融资渠道关闭，通过银行的间接融资会大幅上升，增加了银行的负担与风险，不利于银行业本身的市场化改革，不利于正在开展的金融体制改革。

## **2. 加强配套改革，提高上市公司股改的积极性**

民营企业、中小企业参与股改的积极性高，步子快，支付的对价也相对要高些。原因在于他们看到了股改不可阻挡的大潮流以及基于股改而来的新机制给他们带来的潜在机会与利益。而一些国有上市公司与国有控股上市公司以国有资产流失为由不愿意进行股改，实质上是部门利益、小团体利益在做怪。因为按照目前的做法，股改对他们没有什么好处，只会增加对他们的约束与严厉的市场化的要求。因此，针对管理层的激励机制、评价机制、考核机制等要尽早出台，以此调动上市公司管理层的积极性，将他们的利益与企业的发展紧密联系起来。

## **3. 国有股控股比例要明确，确定国有股持股比例的统一标准**

国退民进是我国的大政方针，但由于缺乏操作标准与指引，各地区、各部门、各企业在具体执行时进退失据。一些股改企业由于股权结构比较特殊，国有股比例偏低，便以控股权为由拖延改革。因此，什么性质的企业要保持国有股权的控股地位，有关部门要有一些明确的标准与界线，不能让一些企业以控股权为幌子阻碍股改的推进。

## **4. 摒弃重组式对价，让股改成为证券市场的净化器与助推剂**

股改以来，一批严重违规、长期经营不善面临退市的 ST 股票与 \*ST 股票被推上了股改前台。按照对价的基本要求，这些

公司的基本条件及前景预期与市场的期望相去甚远。也就是说，这类公司根本不具备股改条件。但是，出于整体推进的考虑，有关部门提出了重组对价的设想，即大股东可以通过资产重组提升公司素质，并以此为对价而获取流通权，从而通过所谓的股改。这种做法一方面会怂恿市场的投机心理；另一方面会诱致虚假重组的复生与漫延，不利于证券市场的健康发展。在允许重组对价股改的政策指引下，一些公司会进行徒有其表的资产重组。一旦股改过关，企业非流通股进入流通后，就套现走人，留下又一个烂摊子，这种情况在监管不严的条件下会相当普遍地存在，其隐藏着的风险不容小觑。

## **5. 改革保荐人制度，扩大股改方案征集范围，提高对价方案的竞争性**

目前，股改保荐人由大股东聘请，保荐人自然代表大股东的利益，为大股东代言，其方案的合理性与科学性也存在很大问题。而现实中保荐人为了使自己的方案顺利过关，通过自己的营业部渠道收集、收买投票人，篡改投票内容，这极大地损害了股改的权威性与严肃性。而由于缺乏竞争机制，保荐人工作马虎了事，方案的可行性与合理性不高。因此，这种局面必须改变。由于股改并不涉及资金问题，上市公司的承诺与保荐人的责任也没有必然联系。因此，股改保荐人与上市融资的保荐人在性质与作用上完全不同，完全没必要由券商垄断。其他合法的专业机构都可以充当保荐人角色，持股 5% 以上的流通股股东完全可以聘任自己的保荐人，推举自己的股改对价方案，以妥善平衡市场各方的利益，确保股改真正落到实处。

## **6. 规范对价行为，提高对价的科学性与严肃性**

对价弹性大，调整幅度高，是目前普遍存在的现象。到目前为止，对价调升幅度普遍在 10% 以上，有些达到了 30%，个别

的甚至达到了 900%的地步，这表明对价的严肃性与科学性荡然无存，不仅模糊了不同股东的利益界线，侵害了大股东的利益，也给后来进行股改的公司一个不良的示范。因此，明确股改的实质，明确对价的实质，不仅具有理论价值，也有利于股改的实际操作。要改变目前的混乱局面，正本清源，一方面要加大对价的理论与宣传，另一方面要对股改方案进行严格审查，不能让那些形同儿戏、貌似合理的方案出台，更要打击弄虚作假、蒙混过关的方案。

## **7. 形成全面考虑、综合协调、整体配套、统一决策、统一部署、统一口径的机制**

股权分置改革是一场综合性改革，部门利益、集团利益浸淫其中，影响很大。这次股改，面向市场，面对广大投资者，这种做法大方向是对的，但是政府管理体制中的弊病也充分暴露了出来。认识不一，考虑不周，措施不力，踢皮球，相互拆台的现象时有发生，给投资者的印象不好，影响了他们的预期，打击了他们的信心。因此，要形成全面考虑、综合协调、整体配套、统一决策、统一部署、统一口径的机制，使股改走上平稳、快速、健康的运行轨道。

## **8. 大力发展公募基金以外的机构投资者，特别是发展合规的私募基金，建立和谐的股市生态系统，奠定证券市场稳健发展的基石**

发展以证券投资基金为主的机构投资者是我们的基本策略，但是公募基金的同质性问题已经困扰着市场。而这种同质性是建立在垄断性与旧有的权责利机制上的。因此，引入市场竞争机制，构建新的利益关系与制约机制，促进现有基金的转型是当务之急。而发展合规的私募基金是一个无法回避的选择，不仅可以壮大机构投资者队伍，而且可以促进现有基金管理体制

制的转变，其产生的积极影响将是深远的。

### **9．规范承诺，严格监督检查承诺的执行情况**

在股改方案中，大股东都做出了包括流通时间限制、流通数量限制与流通底价以及业绩增长、分红等方面的承诺。这些承诺具有严肃的法律意义，一些不切实际的承诺不但难以实施，有损股改的严肃性，而且会引发违规违法行为。比如流通底价的承诺容易产生操纵市场、操控股价的行为。而承诺一旦出现变故，会引发市场的信任危机，这将对股改中的证券市场产生毁灭性打击。

### **10．严肃查处做票，收买投票人，篡改投票内容的行为**

目前，为了保证股改方案顺利过关，一些大股东、保荐人通过利诱手段，收买拉拢中小投资者投赞成票。有些保荐人通过营业部做客户的工作使其改变投票意向，甚至出现了营业部私自篡改投票人的投票意向的事。对此，媒体也做了一些调查与报道，表明类似现象并不是个别的。如果任其泛滥，将产生不可估量的冲击，危害股改的顺利进行。因此，监管当局要明镜高悬，重拳出击，严厉打击这些不法行为。

**执笔：肖国元 深圳市新兰德证券投资咨询有限公司副总经理**

《脑库快参》是综合开发研究院编印的一种内部参阅资料。

《脑库快参》的对象是社会精英和高品味的读者群：各级政府决策部门、大学和研究机构的学者及海内外各类企业和机构的高层管理者。

《脑库快参》以重大政策和重大现实经济问题的分析研究为主要内容，同时选登国内外最新重要经济动态和信息，发表富有价值和启发性的评论文章。

《脑库快参》注重思想性、启发性和政策性，努力做到思想敏锐、观点鲜明和理论超前，同时坚持文字上的生动活泼和流畅可读。

《脑库快参》将不定期编印，每期一个主题，每篇文章三、五千字甚至更长一些不等。

《脑库快参》以综合开发研究院研究人员所撰写和摘编的稿件为主，同时也广泛欢迎社会各界及学者积极参与。

---

地址：深圳市银湖路金湖一街 CDI 大厦

邮编：518029

电话：0755-82487878、82471317

传真：0755-82410997

网址：<http://www.cdi.com.cn>

联系人：郑宇劼 电邮：[zyj@cdi.com.cn](mailto:zyj@cdi.com.cn)

责任编辑：张玉阁 电邮：[zhangyg@cdi.com.cn](mailto:zhangyg@cdi.com.cn)