

我国股票市场股权分置改革研究

引言

改革开放以来，中国股票市场从无到有，从小到大，经历了许多国家十几年甚至上百年所走过的历程，取得了巨大的成绩，但与此同时，也存在着不容忽视的问题，这些问题构成了中国股市特有的系统性风险，造成了中国现有股票市场存在了两大不容忽视的问题，即国有股减持—解决“一股独大”和解决股权分置的问题。其中，中国股市市场出现了国有股减持政策。国有股减持是通过证券市场将国有股份变现，从而国有资本从相关企业中退出的行为，出让收入上缴全国社保基金。但是，国有股减持的这一政策也有着不容忽视的缺陷，国有股减持在一定程度上扰乱了原有市场的供求关系，从而对股价产生了重大影响。

1、股权分置改革

1.1 股权分置与股权分置改革

股权分置是指股东持有相同的股票却没有相同的权利，即指上市公司的一部分股份上市流通，另一部分股份暂时不上市流通。比如持有非流通股的股东不能像持有流通股的股东一样去交易股票。

股权分置实质上就是一个非流通股持有者向公众投资者出售所持股份的问题，它必须尽快得到解决，而且要以一种现实的态度。股权分置问题的解决，能够建立公平交易基础上的高效资本市场，对参与各方都有利。股权分置问题的解决还能使公司真正关注经营，自觉以提高上市公司质量为根本，最终支撑中国股市走出一轮牛市。

解决股权分置问题，实现全流通是证券市场走出发展危机的根本出路。中国股市所进行的股权分置改革，是我国资本市场一项重要的制度改革，就是政府将以前不可以上市流通的国有股，法人股通过提供股改对价给二级市场持有者后获得二级市场流通权。而全流通是使非流通股份的流通起来，使不能在股票市场上上市交易的非流通股份获得流通权，让全部的股份都可以流通，实现两类股票的“同股同权同价”。简而言之，股权分置直接导致了股市能不能做到全流通，股权分置改革和全流通之间存在着不可忽视的重要关系，但是在市场扩容的方面

却没有必然的联系，主要原因是因为股权分置改革使得非流通股获得流通权，但是不一定要进入实际流通领域，即与流通权是否立即执行无关。而且证监会也规定，国有股在获得流通权后，前一、二年上市流通的比例一般不得超过 5% 和 10%，第三年后，才能获得“全流通”的权利。然而，在大小非解禁来源的方面，中国股市的股权分置改革政策解决了非流通股的流通问题，使非流通股获得了流通权但是流通权的执行需要在一定时期后，所以政府陆续出台了大小非解禁政策和“锁一爬二”的大小非解禁规定。

1.2 股权分置改革的基本内容

“股改”是股权分置改革的简称，只通过非流通股股东与流通股股东之间的利益协商机制，消除 A 股市场股份转让制度性差异的过程，是为了非流通股可上市交易作出的制度安排。其中，“股改”的一般做法主要是上市公司的非流通股股东支付一定的对价给流通股股东，以取得股票的流通权。另一方面，对价的含义是指非流通股股东，为了取得所持有的非流通股流通的权利而向流通股股东，支付的相应的代价。其中，对价的一般做法是为流通股股东每 10 股获得多少的补偿，补偿是指股东所获得的送股和送现。对价越高，流通股股东所获得的补偿越多，对流通股股东越有利。

对于股权分置改革，具有代表性的例子是 SST 轻骑(600698)。SST 轻骑二次股改方案在日前召开的相关股东会议上获高票通过，成为山东省股改收之作根据公告，参加此次股东大会有表决股份数为 312950805 股，最终投票结果赞成股数为 308229042 股，占出席会议有表决权股份总数的比例为 98.49%，其中流通股股东赞成率为 94.1%。前十大流通股股东均对股改方案投出赞成票，最终该股改方案获得通过。为保证此次股改顺利过关，公司第一大股东中国兵器装备集团公司将此次股改的送股比例从第一次股改的 10 送 1.3 股提高到了 10 送 3 股。在第一次股改中，公司第二大股东济南市国资委已把价值 2.2 亿元的土地注入上市公司，流通股股东一次股改获得了两次对价。

1.3 股权分置改革的意义

随着我国市场的不断发展，对股市在投资产品价值发现和资源配置方面的功能得以充分发挥的要求越来越迫切，然而，股权分置改革制约着我国证券市场的发展，造成了各种不稳定的因素和黑幕交易现象，因此，股权分置改革的解决刻不容缓，这对我国整个证券业的发展都具有重要意义，甚至可以说，这是我国证券市场的重要转折点。

第一，股权分置改革完善了股票市场的真实供求关系和定价机制。由于过去中国股市存在着许多难以解决的弊端，对中国股市产生了许多不良的影响，所以利用股权分置改革可以有效地控制这一系列弊端从而使得中国股票市场更加完善。

第二，股权分置改革有效保护了投资者，尤其是中小投资者的合法权益。对中小投资者的合法权益进行保护是在股权分置改革中较为重要的意义，这可以使得股票市场更加完善，在很大程度上吸引了许多投资者在股票市场投资，以及让整个股票市场更加秩序井然。

第三，股权分置改革理顺了市场机制，有助于市场的长期健康发展。促进了证券市场制度和上市公司治理结构的完善；改进了股市配置资源的有效性。所以，这使得股票市场有了前所未有的好转，市场制度和上市公司治理结构的完善很大程度上推动了市场机制又好又快的发展。

但是，面对股权分置改革，也存在着许多弊端和难以解决的问题。首先，大股东损害中小股东的利益。这种制度安排使得大股东(一般都是非流通股)不关心股价的涨跌(反正不能卖)，甚至做出对自己有利但对全体股东(公司)不利的事而不必担心股价会跌。其次，扭曲股市配置资源的有效性。影响上市公司通过股权交易进行兼并达到资产市场化配置的目的，妨碍了中国经济改革的深化。股权分置改革是一个现实问题，不可能只是纸上谈兵的找到合理的解决办法，必须要在现实的实践中不断修正，不断调整，才有可能找出一条切实可行的道路，但在调整过程中，势必会有所失误，由此而引起广大股民对整个市场的预期不稳定，不断发生波动，可能由此而导致一系列恐慌，从而陷入一个难以摆脱的恶性循环的怪圈里。

股权分置改革取得重大阶段性成果。首先，股权分置改革在较短的时间内极大地激发了广大人民群众参与投资的热情和积极性，在短短两年左右的时间，推动超过几万亿的民间闲散资金通过不同的途径和方式进入国内资本市场，再通过快速有效调压股价的方式将这一批民间闲散资金锁定(也就是民间俗称的“套牢”)，为国民经济建设和社会经济发展服务。其次，股权分置改革通过融入的巨量、低成本的社会闲散资金，成功地激活了濒临破灭的一大批国有大型企业，盘活了大量几无价值的国有资产，极大地改善了这些国有企业的生存环境，同时转嫁了政府的负担和责任，使政府能够更加专注于国民经济整体的增长与发展。但是，尽管股权分置改革解决了非流通股的流通问题，使非流通股获得了流通权，但它限制了非流通股上市流通的日期，即流通权执行需要在一定时期之后。然而，终究面临非流通股进入实际流通领域问题，即大小非解禁问题。因此，大小非解禁是股权分置改革的产物。

2 大小非解禁

股权分置问题长期制约着我国资本市场的健康发展，所以一场始于 2005 年 4 月末股权分置改革席卷整个资本市场的健康发展，并与 2006 年底初步告捷，奠定了全流通股市的制度框架。“大小非”股份陆续到期解禁意味着在流通领域，中国股市依然面临着不平静的状态，所以，对大小非解禁用以较强的控制和较好的监督，是完善中国股市机制的重要方法。

2.1 相关概念的界定

小，即小部分。非，即限售。小非，即小部分禁止上市流通的股票，占总股本 5% 以内。反之叫大非，即大规模的限售流通股，占总股本 5% 以上。解禁，即解除禁止，是非流通股已获得上市流通的权力。小非解禁，就是部分限售股票解除禁止，允许上市流通。当初股权分置改革时，限制了一些上市公司的部分股票上市流通的日期。也就是说，有许多公司的部分股票暂时是不能上市流通的。这就是非流通股，也叫限售股。或叫限售 A 股。其中的小部分就叫小非。

中国证监会 2005 年 9 月颁布的《上市公司股权分置改革管理办法》规定，改革后公司原非流通股股份的出售，自改革方案实施之日起，在十二个月内不得上市交易或者转让；持有上市公司股份总数百分之五以上的原非流通股股东，在前项规定期满后，通过证券交易所挂牌交易出售原非流通股股份，出售数量占该公司股份总数的比例在十二个月内不得超过百分之五，在二十四个月内不得超过百分之十。这意味着持股在 5% 以下的非流通股份在股改方案实施后 12 个月即可上市流通，因此，“小非”是指持股量在 5% 以下的非流通股股东所持股份，这就是“小非”的由来。与“小非”相对应，“大非”则是指持股量 5% 以上非流通股股东所持股份。

然而，在大小非的来源方面，通过一系列的分析即可得知，股权分置改革解决了非流通股的流通问题，使非流通股获得了流通权，但它限制了非流通股上市流通的日期，即流通权的执行要在一定时期以后。但是，中国股市仍然要面临非流通股进入实际流通领域的问题，即大小非的解禁问题。因此，大小非解禁是股权分置改革的产物。

2.2 “锁一爬二”的大小非解禁规定

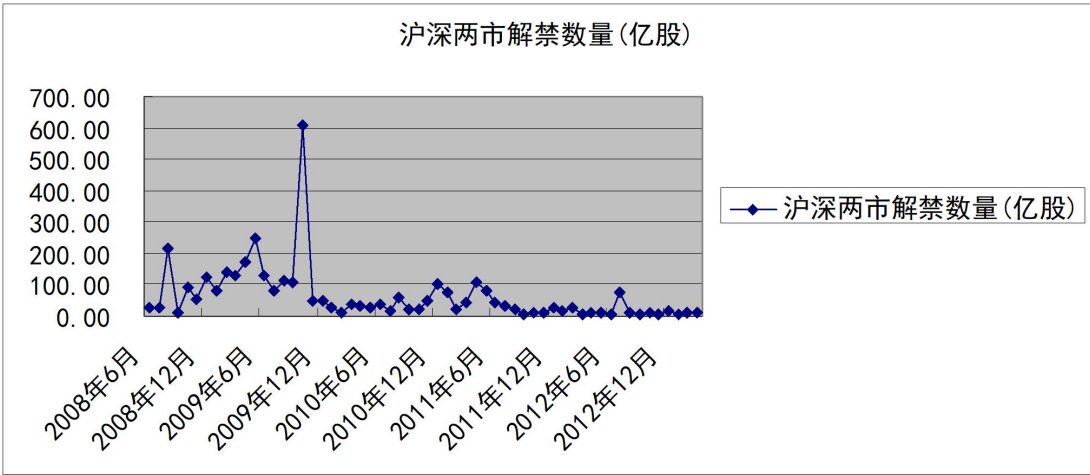
根据股权分置改革完成以后，为了缓解非流通股进入流通领域对股市产生

的消极影响，相关部门制定了“锁一爬二”的限制措施。根据 2005 年 9 月 4 日所颁布的《上市公司股权分置改革管理办法》第 27 条规定：改革后公司原非流通股股份的出售，应当遵守下列规定：“自改革方案实施之日起，在十二个月内不得上市交易或者转让（即在‘锁一’期间严格限制转让行为）；持有上市公司股份总数 5% 以上的原非流通股股东，在前项规定（‘锁一’）期满后，通过证券交易所挂牌交易出售原非流通股股份，出售数量占改公司股份总数的比例在十二个月内不得超过 5%，在 24 个月内不得超过 10%（即‘爬二’）。”

因此，股权分置改革完成后，非流通股获得了流通权，但并不意味着市场扩容。为了避免攻击的迅速增加引起股市下跌，上市公司完成股改后，在一年内严格限制股票的交易与转让，而大非在随后的一年内出售股份的比例不得超过总股本的 5%，在随后的两年内不得超过 10%，对维护股票市场稳定发挥积极作用。所以，从上述分析我们知道，“锁一爬二”的大小非解禁规定的出台，虽然有着许多漏洞以及弊端，可是这却是维护中国股市机制以及对其进行完善的重要举措。

2.3 我国限售股份解禁减持的统计分析

随着股权分置改革工作的基本完成，全流通时代的来临为上市公司做大做强铺平了道路，上市公司迎来了快速发展的机遇期，同时上市公司限售股份陆续进入流通期，限售股份解禁及减持情况也引发了资本市场各方参与者的关注。因此，从 2008 年 6 月到 2013 年 3 月的沪深两市解禁数量可以看出，我国限售股份解禁减持是逐渐趋向平稳的趋势。



从上述沪深两市解禁数量中可以看出，在 2009 年 12 月期间，沪深两市解禁数量呈最高点，其最大数值高达 600 亿股以上。但是，从 2010 年开始，沪深解禁数量便降低到 100 亿股以下。为什么在这段时间内我国的证券市场发生了如

此巨大的变化？主要原因是包括美国次贷危机的负面影响、我国加强宏观调控力度、上市公司业绩下滑和限售股解禁及在融资压力等等。

大小非解禁给我国股市带来了巨大变化，它不仅为 2005-2007 年的牛市做出了不可磨灭的贡献，也给我国股市带来了灾难性的冲击。其中“大小非”解禁对股市的积极影响是：第一，使 A 股市场定价权发生转变。股权全流通后，A 股市场定价权由金融资本主导转变为由产业资本主导，经过一定时间磨合后金融资本和产业资本会寻求相互促进的道路。第二，A 股估值系统将发生深刻变化。金融资本在全流通到来的时期已经无法维持骨架的泡沫化，因为过高的价格会导致产业资本的套现，而大小非所持有的股份数量实在太过于庞大，其抛售行为时金融资本难以承受。第三，A 股市场个股将产生分化。大小非解禁对号公司的股票长期向上趋势的影响有限，二队绩差公司的股票将是毁灭性的。最后，其对股市的负面影响分为三点：大小非解禁的数额巨大；大小非的成本太低；大股东的做庄行为将主导市场走势。所以，我们应当正确地看待大小非解禁。

3 对本课程教学（含老师）的意见和建议

通过一个学期对证券投资学的学习，我受益匪浅，其中最大的收获是了解了我国股市的基本状况以及通过模拟炒股软件的应用学习到如何炒股来获得最大的利益。对于该课程的学习，李老师已经做得很好，尽心尽力地教会我们专业知识。特别是李老师经常通过相关的经济新闻视频来对我们进行启发，让我们在实际生活的经济现象中学会如何去分析普通的经济现象和社会问题，这样的教学方法比单纯利用书本理论知识进行讲解更为有用。但是，我仍然有几点建议：第一，我认为在学习的过程中老师可以尽可能地与同学进行互动，这样同学们可以对这些知识点有着更深刻的印象。第二，我觉得该课程可以利用更大的篇幅教会同学们深入地学会如何使用炒股软件以及专业术语，这样同学们在私下学习的时候就更加轻松。