

# 研究报告

## RESEARCH REPORT

### 股权分置改革的回顾与总结

股权分置改革研究小组



深圳证券交易所综合研究所

2006.12.20 深证综研字第 0147 号

## 内 容 提 要

股权分置改革（或简称“股改”）是我国资本市场根本性制度变革。本研究报告按照揭示股权分置问题形成根源、分析股改背景、总结股改实施情况、评价股改成效、研究股改经验、探究股改后存在的新问题为内容体系，全面、客观、系统、深入地对我国股改进行了回顾与总结。主要内容和观点如下。

1．股权分置作为一种限制国有股和法人股流通、允许公众股流通的差异性制度安排，是我国以公有制为主导的计划经济体制背景下和法制环境下，资本市场设立初期的一种制度安排。随着我国改革开放、市场经济体制的建立和资本市场的发展，股权分置逐步演变成为制约我国资本市场发展的根本性制度问题。

2．股权分置问题的日益扩展和延伸，资本市场“边缘化”状况与我国国民经济发展、社会主义市场经济建设对其要求的巨大反差，说明我国股改具有十分的必要性和紧迫性。同时，我国资本市场发展环境的积极变化，也使股改极具可行性。2005 年管理层审时度势，抓住有利时机实施股改，有着深刻的市场背景和有利的市场条件。

3．为积极稳妥推进股改，中国证监会等职能部门按照“国九条”有关股改的要求，先后发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》、《关于上市公司股权分置改革的指导意见》和《上市公司股权分置改革管理办法》等规范性文件，对股改的指导思想、总体目标、总体原则、总体要求、制度安排、操作流程等等进行了总体规划和具体规定。

4．股改大致可分为试点、全面启动、攻坚和基本完成四个阶段。根据上市公司的实际情况和非流通股股东与流通股股东协商的结果确定对价水平及方式是上市公司股改的核心内容。从实施股改的 1200 多家上市公司看，对价平均水平大致为 30%，对价方式主要有送股、派现、资产重组、权证、缩股、回购、注资、差价补偿、解决诉讼等。较多上市公司采取了单一的对价方式，也有不少上市公司采取了组合的对价方式。

5．历时一年半，我国股改已于 2006 年 10 月基本完成，取得了预期目标。长期困扰我国资本市场发展的根本制度性问题基本得到解决，市场运行机制发生了

根本变化，市场低迷多年的状况得到明显改变，投资者对市场的信心显著增加，丧失多年的市场融资功能开始得到迅速恢复，伴随着股改而进行的市场创新不断推出并卓有成效。这必将对我国资本市场健康、规范发展产生长期、深刻、广泛的影响。

6．股改是我国资本市场最具重大意义并取得巨大成功的制度性变革。对股改的科学认识、把“尊重市场规律”真正落到实处、实现市场各方“共赢”、稳步推进的路径选择等，奠定了股改成功的基础；党中央、国务院的正确决策和坚强领导、中国证监会等职能部门的卓越执行力，为股改成功发挥了关键性作用；证券交易所等市场各方的积极参与、有效配合，为股改成功起到了重要的促进作用。

7．到2006年12月止，A股市场还有几十家公司因为各种原因未能实施股改，已经股改的公司也出现了这样或那样的新问题。我们应该清醒地认识到，股改并不是包治百病的“灵丹妙药”，我国资本市场还存在着一系列股改未涉及的问题。这些问题都是我国资本市场发展需要解决的现实问题，我国资本市场规范、健康发展仍然任重道远。

（研究员：肖立见、吴林祥、才静涵、陈斌、王霞、何基报、陈炜、阙紫康、蔡奕、台冰）

**关键词：**股权分置 改革 回顾 总结

## 目 录

<b>一、股权分置改革背景分析.....</b>	<b>1</b>
(一) 股权分置的产生.....	1
(二) 股权分置制度安排的历史根源.....	2
(三) 股权分置问题的形成.....	3
(四) 股权分置改革的可行性分析.....	6
<b>二、股权分置改革的总体规划.....</b>	<b>8</b>
(一) 指导思想.....	8
(二) 总体目标.....	9
(三) 总体原则.....	9
(四) 总体要求.....	10
(五) 制度安排.....	11
(六) 步骤流程.....	12
<b>三、股权分置改革实施情况总结.....</b>	<b>15</b>
(一) 组织分工.....	15
(二) 实施过程.....	16
(三) 对价方式.....	19
<b>四、股权分置改革成效分析.....</b>	<b>23</b>
(一) 股改夯实了我国资本市场发展的基石.....	23
(二) 股改为我国资本市场优化资源配置奠定了市场化的基础.....	23
(三) 股改恢复了市场信心和稳定了投资者预期.....	24
(四) 股改恢复和提升了我国资本市场融资功能.....	25
(五) 股改推动了我国资本市场的创新.....	25
(六) 股改促进了我国资本市场与国际接轨和对外开放.....	26

<b>五、股权分置改革经验总结</b>	<b>26</b>
(一)党中央、国务院的坚强领导是股改成功的根本前提	27
(二)对股改的科学认识为股改成功作了坚实的理论铺垫	27
(三)“尊重市场规律”为股改成功奠定了市场基础	28
(四)实现“共赢”为股改成功构建了共同的利益基础	28
(五)稳步推进的路径选择为股改成功赢得了时间和空间	29
(六)管理层卓越的执行力为股改成功发挥了关键作用	30
(七)交易所等自律组织的参与配合为股改成功发挥了重要的促进作用	30
<b>六、股改后我国资本市场发展面临的新问题</b>	<b>31</b>
(一)股改遗留问题	32
(二)股改产生的新问题	33
<b>附录：股权分置改革大事记</b>	<b>36</b>

股权分置作为一种限制国有股和法人股流通、允许公众股流通的差异性制度安排，是我国以公有制为主导的计划经济体制背景下和法制环境下，资本市场设立初期的一种制度安排。随着我国改革开放、市场经济体制的建立和资本市场的发展，股权分置逐步演变成为制约我国资本市场发展的根本性制度问题。我国资本市场股权分置形成的特殊性、股权分置问题的复杂性、股权分置改革（或简称“股改”）的独创性，在世界资本市场发展史上都是史无前例的。在国有股配售、减持和设立 C 股市场等试探性、局部性解决股权分置问题先后失败后，2005 年 4 月 29 日起我国开始了“上市公司一步到位、市场总体分步实施”的股改。经过一年半的时间，截至 2006 年 10 月，我国股改基本完成，达到预定目标，取得巨大成功。

对股权分置改革——这个在我国资本市场发展上有巨大深远影响的、在世界资本市场发展史上极为经典的案例——进行全面、客观、系统、深入的回顾与总结，不仅具有重大的现实意义，而且具有深远的历史意义。本研究报告的主要内容为：揭示我国股权分置问题形成的根源，分析我国股权分置改革的背景，总结我国股权分置改革的情况，评价我国股权分置改革的成效，研究我国股权分置改革的经验，探究我国股权分置改革后存在的问题<sup>1</sup>。

## 一、股权分置改革背景分析

2005 年管理层审时度势，抓住有利时机，推出股权分置改革，不仅有着深刻的市场背景，而且具备了有利的市场条件。

### （一）股权分置的产生

股权分置导致股权分置问题的形成，股权分置问题构成了股权分置改革的前提。探讨我国资本市场股权分置改革，有必要从我国股权分置的产生开始谈起。

1990 年深沪证券交易所设立时，管理层当时对上市公司股票是否全部流通并

<sup>1</sup> 本课题研究分工情况如下：肖立见：负责课题设计、总纂并撰写导言和内容提要；吴林祥、才静涵、陈斌：撰写股权分置改革背景分析；王霞撰写股权分置改革的总体规划；何基报撰写股权分置改革实施情况总结；陈炜撰写股权分置改革成效分析；阙紫康撰写股权分置改革经验总结；蔡奕撰写股改后我国资本市场发展面临的新问题；台冰撰写股权分置改革大事记。

没有作出硬性的规定，上交所上市的“老八股”就有股份全流通的公司。其后，为适应计划经济体制的要求，基于不让国有资产流失的考虑，管理层对我国上市公司股份作了国有股、法人股、职工内部股、公众股的形式划分，并作出国有股、法人股不能上市流通和公众股上市流通的差异性制度安排。深沪证券交易所上市流通的是公众股，国有股、法人股作为非流通股则只能在场外市场协议转让，不能进入深沪证券交易所上市流通和交易。

改革开放后我国有关股票发行和上市的规定，最早出现在 1987 年 3 月 28 日国务院发布的《关于加强股票债券管理的通知》中。该通知规定：“当前发行股票，主要限于在少数经过批准的集体所有制企业试行”，“为推动横向经济联合，以互相投资、合股、参股方式新建的企业，合作各方可以试行采用股票形式，但不得向社会发行股票，未经中国人民银行批准，其股票不得上市”。

深圳是我国最早进行股份制试点的地区之一。1990 年深圳市发布了《股票发行与交易管理暂行办法》，该办法规定：“股票发行可分为公募发行和私募发行（由 5 名以上、49 名以下的发起人即法人全额认购），私募发行的股票只能在法人之间进行转让，不得上市交易”。1990 年 12 月，深沪证券交易所先后开业，可上市交易的股票主要限于公开发行的股票，私募发行的股票或发起人股份未能允许上市交易。

1991 年，为支持股份制试点，有关部门开始允许部分试点的股份制企业经批准在深沪证券交易所公开发行人股融资。为了既解决试点股份制公司的资金困难，又不改变试点股份制企业的国有控股地位，有关部门作出了“股权分置”的制度安排：试点股份制公司经过批准面向社会公开发行的新增股票（称为社会公众股）可以通过证券交易所上市流通，而企业改为股份制时存量部分的股份（根据持有人类型，分为国有股、法人股和内部职工股等）暂时不能上市流通。此后，这种股权分置制度就一直沿袭了下来。

## （二）股权分置制度安排的历史根源

股权分置极具中国特色，其产生有着深刻的历史根源。可以说，在当时的政治、经济、意识形态和法律环境下，股权分置是我国资本市场发展初期的一种选

择性制度安排。<sup>2</sup>

1. 股权分置与我国当时的经济体制相适应。我国资本市场是在计划经济体制向市场经济体制改革的过程中建立起来的，当时我国公有制占统治地位，计划经济体制占主导地位，在此环境下有关资本市场的制度安排不可能超越当时的经济体制。而以公有制为主体的计划经济体制强调的是维护国有经济的主导地位，为了避免国有股、法人股上市流通后可能落入非公有制经济主体手中，有必要限制其上市流通。

2. 股权分置与当时的资本市场发展状况相适应。在计划经济向市场经济转型的初期，人们对资本市场的认识存在着巨大分歧，不仅在我国要不要设立资本市场上有重大分歧，而且在资本市场姓“资”、姓“社”方面争论不休。理论界和政府部门对国有股、法人股上市流通可能产生的问题缺乏全面认识和准确判断，我国资本市场作为改革开放的产物，当时仍处于“摸着石头过河”的探索阶段。为维护上市公司上市前的国有或集体的主导地位，管理层对当时股份的流通范围和投资范围进行了限制。

3. 股权分置与当时的投资环境相适应。在当时的深沪资本市场中，相对于股票的供给，需求非常有限，想买股票、敢买股票和有钱买股票的人都为少数，国有股、法人股的上市流通也存在着事实上的困难。如果允许占有总股本约 2/3 比例的国有股、法人股上市流通，必将造成上市流通的股票供过于求，影响我国资本市场的发展。

### （三）股权分置问题的形成

随着我国经济体制改革的深入、社会主义市场经济体制的确立和资本市场的发展，股权分置逐步演变成为制约我国资本市场发展的根本性制度问题。

1. 股权分置造成“股价分置”，扭曲了资本市场的定价机制。价格发现是本市场的基础功能，是市场优化资源配置的前提。理论上股票价格由股票价值和供求关系决定。实际中股票的流动性、稀有性和交易的便利性对股票定价具有重要影响。国有股、法人股比例较大，不能在股票市场上公开流通，其稀有性、流

<sup>2</sup>从国际经验上看，资本市场的兴起和发展是市场经济发展到高级阶段的产物，而我国资本市场是在计划经济体制下建立和发展起来的，创造了世界资本市场发展史上的奇迹，股权分置制度安排可谓功不可磨。股权分置在我国资本市场发展的初期，仅仅是一种现象而非一个问题。



动性和交易的便利性相对流通股而言较差，其协议转让价格一般都很低，大都按略高于每股净资产的价格转让，致使国有股、法人股的价值普遍严重低估。而影响流通股价格的因素正好和上述情况相反。流通股的流动性、稀有性和交易的便利性好于非流通股，并且流通股市场定价还包括对占总股本 2/3 比重的国有股、法人股暂不上市流通的预期，这在客观上导致流通股价格显著高估。股权分置造成“股价分置”，扭曲了资本市场定价机制，抑制了资本市场价格发现的功能，导致上市公司购并、重组等资本运营缺乏市场化操作的基础。

2. 股权分置造成“利益分置”，使上市公司治理缺乏共同的利益基础。“股价分置”直接导致流通股股东和非流通股股东的“利益分置”：一方面，上市公司的国有股、法人股不能流通，其股东的股价收益权无法实现，他们可能不关心或重视公司股票在二级市场的价格表现（有利于高溢价发行股票、并购等例外），只能将利益关注点放在资产净值的增减上，为此将高溢价发行更多流通股作为增加其股份资产净值的首选；另一方面，流通股股东关注的是二级市场的股价表现，欢迎上市公司送股、重大重组、资产置换，而不欢迎上市公司高溢价发行股票。这与公司国有股、法人股等非流通股股东的利益取向明显不同并产生矛盾，于是流通股股东和非流通股股东出现了利益分置，流通股股东和非流通股股东不可能在利益冲突的时候对公司治理结构调整和优化达成一致，上市公司治理难以形成共同的利益基础，资本市场对优化上市公司治理的促进作用无法体现。

3. 股权分置制约资本市场融资功能的有效发挥。融资是资本市场的重要功能，而股权分置极大地制约了资本市场融资功能的发挥：一方面，非流通股价值严重低估并且转让困难，影响了非流通股股东参与上市公司股权融资的积极性，上市公司股权融资主要靠不足 1/3 比重的流通股股东承担，影响了上市公司股权融资最大化；另一方面，流通股价值高估，上市公司在不能通过非流通股股东股权融资的前提下，增强了向流通股股东股权融资的预期，往往提出高溢价发行新流通股的预案，在多数情况下投资者对此持抵制态度，股价往往下跌，上市公司股权融资再次受到影响。

4. 股权分置难以形成市场化的激励和约束机制。资本市场的重要功能在于对上市公司及其管理层、大股东形成有效的、市场化的激励和约束机制，而股权分置则难以形成这种机制：一是国有股、法人股不能流通并且价值低估，其股东缺乏增持股份的积极性；二是上市公司流通股价格变化不体现非流通股股东的利益，

流通股价格上涨对非流通股股东和不持有流通股的公司管理层形成不了有效的激励，他们一般不会重视公司流通股价格的稳定；三是由于流通股价格下跌不影响非流通股股东的利益，无法形成对其有效的利益约束，一些非流通股股东特别是大股东在参与公司决策时为了考虑自身利益最大化，往往凭借控股地位占用上市公司资金、或要求上市公司为其违规担保，以至掏空上市公司，使社会公众资本被侵占或无效率消耗。

5. 股权分置损害了流通股股东的权益。主要表现在两个方面：一是流通股股东资产所有权受损。股权分置所导致的流通股价值高估为公司高溢价发行流通股创造了前提条件，流通股股东高溢价认购上市公司发行的公众股，并不得不接受国有股、法人股、公众股按统一的股票面值平均计算单位股本资产价值，其高溢价认购的超过发行后每股净资产的部分就分摊到了非流通股股东的头上；二是流通股股东资产收益权受损。由于上市公司是按单位股本而不是按单位资产分配收益的，在流通股股东持股单位成本数倍高于国有股、法人股股东的单位持股成本和单位股本的前提下，按照单位流通股本与单位非流通股本享有相同的分红派息权的分配方式，国有股、法人股股东的单位资产收益就会数倍高于公众股股东的单位资产收益，于是流通股股东资产收益权大量无偿地向非流通股股东转移。

6. 股权分置抑制了资本市场创新。制度创新、产品创新和技术创新是资本市场发展的动力，股权分置不仅影响了我国资本市场的制度创新，也在很大程度上影响了其产品创新：一是与股权分置制度相适应，我国资本市场的发行、上市、交易、监管制度都打上了股权分置的烙印，一系列制度改革、创新因为股权分置不可能有真正的突破；二是权证、期权等衍生产品是以股票市场定价为基础的，如果衍生产品建立在非全流通的基础产品之上，扭曲的基础产品定价将通过衍生品的杠杆作用进一步放大，不仅开发和交易衍生产品风险很大，而且这种风险有可能演变成为整个资本市场的系统性风险。基于这种考虑，多年来，我国资本市场产品创新一直停滞不前，致使我国资本市场长期以来产品结构单一。

7. 股权分置影响了我国资本市场对外开放。主要表现在：一是股权分置制度独具中国特色，不符合国际惯例，阻碍了我国资本市场与国际资本市场接轨，我国资本市场在国际资本市场体系中处于孤立和“边缘化”的地位；二是在股价分置的情况下，价值高估的流通股市场对外缺乏吸引力，价值低估的非流通股对外开放会造成国有资产流失，危及国家经济安全。我国有关部门为此设置了一系列

市场壁垒，进而影响了市场开放；三是股权分置下我国规模较小的流通股市场开放难以抵御国际资本的冲击，管理层计划推出的大型企业境内外同时发行上市等对外开放的举措，也因担心股权分置可能产生的市场风险而一再耽搁。

8. 股权分置助长了市场投机。主要体现在：一是占总股本 2/3 的国有股、法人股不能上市流通在客观上导致上市公司流通股本规模相对较小，助长了深沪股市的投机性。1991~2005 年股改前，我国深沪股市波动幅度大，波动频率高，为同期国际资本市场所少见；二是股权分置造成我国资本市场发展前景不明朗，难以引导投资者建立长期投资的理念，投资者往往采取短期买卖博取差价的投机策略，进一步加剧了市场投机；三是流通股因股权分置而高估，难以反映公司股票的内在价值，我国深沪股市长期在高市盈率状况下运行，股市风险很大，为股市投机起到了推波助澜的作用。

总之，股权分置从各个方面直接或间接地对我国资本市场产生了广泛、深刻的负面影响，已成为我国资本市场规范、健康发展的根本性制度障碍。无论从增强资本市场的融资功能、投资功能和优化上市公司的治理结构来看，还是从资本市场发展和对外开放来看，都日益凸现出我国股权分置改革的必要性和紧迫性。

#### （四）股权分置改革的可行性分析

在股权分置问题日益积聚和扩散的同时，我国资本市场运行环境也发生了积极变化，股权分置改革具备了可行性。

1. 早期国有股配售、减持和试行 C 板的失败教训。1999 年 12 月“中国嘉陵”和“黔轮胎”试行按比例配售国有股，由于国有股配售价格高遭到市场抵制，并引发深沪股市大幅调整，其后有关部门停止了国有股配售试点。2001 年 6 月 12 日，国务院出台了《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》。2001 年 6 月 14 日开始实施，先后有 17 家公司通过新发或增发减持部分国有股筹集社保基金 23.15 亿元，而同期深沪股市却下跌了 30% 以上，股票市值蒸发了 5400 多亿元。为此，中国证监会于 2001 年 10 月 22 日紧急叫停《减持国有股筹集社会保障资金暂行办法》的有关规定，国有股减持失败。2004 年底，深沪证券交易所和中国证券登记结算公司相继公布了《上市公司非流通股股份转让业务办理规则》和《上市公司非流通股股份转让业务办理实施细则》，标志着 C 板启动。市场普遍认为其实质在于逐步使国有股、法人股等非流通股由“依法转让”走向“渐进流通”，深沪

股市随之大跌，其后管理层停止了 C 板交易。上述旨在渐进、间接、不考虑流通股股东利益的“亚股权分置改革”的失败教训极为深刻。

2. 社会各界对股改的认识基本上取得一致。面对股权分置存在的大量问题并日益扩大化的事实和早期“亚股权分置改革”的失败，社会各界对股改逐步形成了基本共识：一是认识到股改的重要性和紧迫性，社会各界对解决股权分置问题的讨论越来越多，以至出现了众多“民间股改专家”；有识之士对股改的呼声日益强烈，态度逐渐从恐慌股改转向“期盼”股改；二是在如何推进股改的问题上分歧减少，共识增多。社会各界越来越认识到：股改的核心问题实质上是国有股、法人股流通问题和公众股东权益保护问题。国有股、法人股不流通造成了公众股高溢价发行，公众股东为获得股票流通权向国有股、法人股等非流通股东转移了大量的资产所有权和收益权。因此，解决股权分置问题，不是一个简单的国有股、法人股由非流通到流通的问题，而是一个涉及到公众股东权益保护的根本问题。国有股、法人股流通必须建立在国有股东、法人股东支付“溢价”和保护公众股东权益的基础上。

3. 相关部门对股改达成了更多共识。2003 年 11 月，中国证监会主席尚福林公开指出：“中国股市存在股权分置问题”。2004 年 3 月 2 日，国资委主任李荣融表示，“解决全流通的时机越来越成熟了”。2004 年 7 月，根据国务院的有关指示，成立了由中国证监会、国资委、财政部、中国人民银行等多个部委组成的“解决股权分置问题工作小组”，其职责就是向决策者提出切实可行的股改实施方案。2004 年 9 月后，中国证监会广泛征求社会各界对股改的意见和建议，并会同有关部门和专家讨论起草股改方案。与此同时，中国证监会一方面就股改与国资委、财政部、中国人民银行等中央部委协调关系，形成股改的“行政合力”；另一方面，中国证监会积极向高层反映情况和问题，为国家领导层面作出股改决策提供依据。

4. 股改上升到党中央、国务院重大决策层面。2004 年 1 月 31 日国务院颁布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（简称“国九条”），明确指出要“积极稳妥解决股权分置问题”。此后，相关部门出台的一系列有关资本市场和股改的政策，都是以此为核心和出发点的。2005 年 3 月，温家宝总理在十届全国人大三次会议答记者问时表示，要“妥善解决股市发展中积累的历史遗留问题”，再次明确了决策层解决股权分置问题的决心。此后，股改列入有关部门的办事日程，为 2005 年 4 月底启动股改奠定了基础。

5. 法制建设为股改提供了法律制度保障。2002 年以来,我国资本市场法制建设取得了重大进展,2002 年《中华人民共和国刑法》有关证券犯罪的修订工作,加大了惩治资本市场违法犯罪的力度;2004 年 12 月 8 日,中国证监会发布了《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》,试行上市公司重大事项社会公众股股东表决制度,给予公众股东足够的话语权,在流通股股东与非流通股股东之间建立了一种对等的双重否决机制,为协商制定上市公司股改方案提供了制度依据。2005 年 10 月 27 日通过的《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》废止或修改了原先许多禁止性或限制性规定,为解决影响我国资本市场发展的制度性障碍和结构性矛盾创造了有利条件,客观上也为股改创造了宽松的法制环境。

## 二、股权分置改革的总体规划

为积极稳妥推进股改,中国证监会等职能部门按照“国九条”有关股改的要求,先后发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》、《关于上市公司股权分置改革的指导意见》和《上市公司股权分置改革管理办法》等规范性文件,对股改进行了总体规划,对股改的指导思想、总体目标、总体原则、总体要求、制度安排、操作流程等作了具体规定。

### (一) 指导思想

“国九条”是推动我国资本市场改革开放和稳定发展的纲领性文件,不仅明确提出了要“积极稳妥解决股权分置问题”,而且提出了“在解决这一问题时要尊重市场规律,有利于市场的稳定和发展,切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益”的总体思路。

为贯彻落实“国九条”的指示精神,《关于上市公司股权分置改革的指导意见》明确了积极稳妥推进股权分置改革的指导思想,即:坚持股改与维护市场稳定发展相结合,进一步明确改革预期,改进和加强协调指导,调动多种积极因素,抓紧落实“国九条”提出的各项任务,制定、修改和完善相关法规 and 政策措施,加强市场基础性制度建设,完善改革和发展的市场环境,实现资本市场发展的重要转折,促使资本市场进入良性发展的轨道。

## （二）总体目标

《关于上市公司股权分置改革的指导意见》指出，股改是一项完善市场基础制度和运行机制的改革，其意义不仅在于解决历史问题，更在于为资本市场其他各项改革和制度创新创造条件，是全面落实“国九条”的重要举措。因此，股改的总体目标是：

1. 要将股改、维护市场稳定、促进资本市场功能发挥和积极稳妥推进资本市场对外开放统筹考虑；
2. 股改要积极稳妥、循序渐进，成熟一家，推出一家，实现相关各方利益关系的合理调整；
3. 要以股改为契机，调动多种积极因素，维护市场稳定，提高上市公司质量，规范证券公司经营，配套推进各项基础性制度建设、完善市场体系和促进证券产品创新，形成资本市场良性循环、健康发展的新局面。

## （三）总体原则

为引导和规范股改，《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》、《关于上市公司股权分置改革的指导意见》、《上市公司股权分置改革管理办法》和《上市公司股权分置改革业务操作指引》等规范性文件对股改的基本原则进行了规定，即在有利于市场稳定和上市公司长远发展的前提下，坚持改革的市场化导向，实行统一组织、分散决策、循序渐进、新老划断。

1. 统一组织。一是中国证监会要制定上市公司股改管理办法，以“公开、公平、公正”的操作程序和监管要求，规范股改工作，保障投资者特别是公众投资者的合法权益；二是国务院有关部门要加强协调配合，按照有利于推进股改的原则，完善促进资本市场稳定发展的相关政策，调整和完善国有资产管理、企业考核、会计核算、信贷政策、外商投资等方面的规定，使股改相关政策衔接配套；三是地方政府要加强对本地区上市公司股改的组织领导，充分发挥本地区综合资源优势，把股改与优化上市公司结构、促进区域经济发展和维护社会稳定结合起来，统筹安排适合本地情况的改革工作。

2. 分散决策。一是上市公司非流通股股东依据现行法律、法规和股改的管理办法，广泛征求 A 股市场相关流通股股东意见，协商确定切合本公司实际情况的

股改方案，参照股东大会的程序，由 A 股市场相关股东召开会议分类表决；二是非流通股股东与流通股股东之间以对价方式平衡股东利益，是股改的有益尝试，要在改革实践中不断加以完善。

3. 循序渐进。一是坚持股改与维护市场稳定发展相结合，妥善处理好改革的力度、发展的速度和市场可承受程度的关系，合理控制改革节奏；二是实行“试点先行、分步推进”。

4. 新老划断。一是在股改前所有的有非流通股的深沪上市公司都要参加股改，股改后原非流通股实行有条件的自由上市流通；二是股改后首次公开发行的公司，其股份不再区分流通股和非流通股，所有的股份实行有条件的全流通。

#### （四）总体要求

为实现股改的总体目标，体现股改的基本原则，《关于上市公司股权分置改革的指导意见》和《上市公司股权分置改革管理办法》等对股改提出了总体要求。

1. 上市公司股改实行自主决策，但方案要在非流通股股东和流通股股东之间平等协商、诚信互谅的基础上达成一致方可实施；上市公司股改方案的制定要公平合理，要面向社会公开，要广泛征求、听取流通股股东的意见；要有利于市场稳定和上市公司的长远发展。鼓励公司或大股东采取稳定价格预期的相关措施；鼓励在股改方案中作出提高上市公司业绩和价值增长能力的组合安排。监管部门和证券交易所在不干预改革主体自主协商决定改革方案的前提下，加强对方案实现形式及相关配套安排的协调指导。

2. 坚持改革的市场化导向，注重营造有利于积极稳妥解决股权分置问题的市场机制。根据股改进程和市场整体情况，择机实行“新老划断”。完成股改的上市公司优先安排再融资，可以实施管理层股权激励，同时改革再融资监管方式，提高再融资效率。上市公司管理层股权激励的具体实施和考核办法，以及配套的监督制度由证券监管部门会同有关部门另行制定。

3. 妥善处理存在特殊情况的上市公司股改问题：一是涉及 A 股股权的拟境外上市公司，以及 A 股上市公司分拆下属企业拟境外上市的，应在完成股改后实施；二是对于同时存在 H 股或 B 股的 A 股上市公司，由 A 股市场相关股东协商解决股权分置问题；三是对于持有外商投资企业批准证书及含有外资股份的银行类 A 股上市公司，其股改方案在相关股东会议表决通过后，由国务院有关部门按照法律

法规办理审批手续；四是对于绩差上市公司，鼓励以注入优质资产、承担债务等作为对价解决股权分置问题。

## （五）制度安排

为保障股改顺利实施，《上市公司股权分置改革管理办法》、《上市公司股权分置改革业务操作指引》等对制定股改方案、保护投资者权益、维护市场稳定和发展、遏制股改违法行为等作了具体的制度安排。

1．股改方案制定与协商的制度安排。股改方案制定、协商和实施是股改的三个关键环节。股改方案的制定要兼顾全体股东的即期利益和长远利益，要有利于公司发展和市场稳定，在技术上和操作上具有可行性，有关制度安排具体见下表。

序号	股改方案制定与协商的制度安排
1	在具体方案设计中可采用控股股东增持股份、上市公司回购股份、预设原非流通股股份实际出售的条件、预设回售价格、认沽权等股价稳定措施。
2	非流通股股东在改革方案中做出的承诺，应当与证券交易所和证券登记结算公司实施监管的技术条件相适应，或者由承诺方提供履行承诺事项的担保措施。
3	公司股改动议，原则上应当由全体非流通股股东一致同意提出；未能达成一致意见的，也可以由单独或者合并持有公司 2/3 以上非流通股份的股东提出。
4	改革方案应当对表示反对或者未明确表示同意的非流通股股东所持有股份的处理，提出合法可行的解决办法并予以说明。

2．保护投资者权益的制度安排。保护投资者特别是公众投资者合法权益，是股改的重要指导原则，也是改革能否得到公众投资者普遍拥护的关键。为此，有关文件对股改方案制定、股改程序、信息披露要求等，作出了相关制度安排，具体见下表。

序号	股改保护投资者权益的制度安排
1	必须经参加表决的股东所持表决权的 2/3 以上通过，并经参加表决的流通股股东所持表决权的 2/3 以上通过。
2	建立严格科学的信息披露和停复牌制度，证券交易所在股改期间对市场异常情况实施专项监控，降低股改过程中内幕交易等违法行为的发生率。
3	建立非流通股股东强制履约机制，明确违约责任，并规定非流通股股东未完全履行承诺前不得转让其持有的股份。
4	建立网上路演、热线电话等丰富的与流通股股东进行充分交流和协商的平台。
5	搭建网上投票机制，并规定网上投资时间不少于 3 天，为广大流通股股东行使投票权提供制度保障。
6	发行 B 股、H 股的 A 股市场上市公司，其非流通股的可上市交易问题由 A 股市场股东协商解决。
7	改革方案如果未能通过，非流通股股东在 3 个月后方可再次进行股改。

3．维护市场稳定和发展的制度安排。为了保证股改的顺利进行，限制非流通股股东取得上市流通权后可能大量抛售股份情况的出现，《上市公司股权分置改



《改革管理办法》对股改后公司原非流通股的出售进行了相关限制。具体见下表。

序号	股改维护市场稳定和发展的制度安排
1	自改革方案实施之日起，原非流通股在 12 个月内不得上市交易或者转让。
2	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 12 个月内不得超过 5%，在 24 个月内不得超过 10%。
3	原非流通股股东出售所持股份数额较大的，可以采用向特定投资者配售的方式。

4. 遏制股改过程中相关违法行为的制度安排。《上市公司股权分置改革管理办法》明确规定了股改过程中各参与者的法律义务、法律责任，并制定了相关处罚办法。具体见下表。

序号	遏制股改过程中相关违法行为的制度安排
1	上市公司董事会、非流通股股东、保荐机构及其保荐代表人、律师事务所及其经办律师，必须签订书面协议明确股改保密义务。
2	对股改过程中内幕交易、市场操纵和虚假信息等行为将追究刑事责任。
3	明确股改中股东履行承诺的法律责任和违规处罚措施。
4	明确保荐机构及其保荐代表人和律师事务所及其经办律师的法律义务和违规处罚措施。
5	明确如果相关当事人涉嫌利用公司股权分置改革信息进行内幕交易、公司股票交易涉嫌市场操纵或公司控股股东涉嫌侵占公司利益正在被立案调查的，在调查结束前不允许进行改革。
6	明确规定非流通股股东及相关中介机构履行承诺的法律责任、违约责任和处罚办法。

在股改期间，中国证监会要开展专项市场监控和案件稽查，以保障投资者充分享有知情权，防范利用改革试点之机进行内幕交易、操纵市场、虚假披露等违法犯罪活动。

## （六）步骤流程

为规范上市公司股改的实施步骤和操作流程，《上市公司股权分置改革管理办法》等有关文件对此作了具体规定。

1. 股改实施步骤。为确保上市公司股改循序渐进，《上市公司股权分置改革管理办法》将上市公司股改程序分为动议、协商、表决实施三个阶段：

第一阶段：动议阶段。这一阶段的主要任务是非流通股股东内部进行协商，确定股改初始方案。然后，征求保荐机构、律师事务所等中介机构意见并需后者出具相关法律文件，再征求证券交易所有关方案实施可行性等方面的意见后公告，在此期间其公司股票停牌。

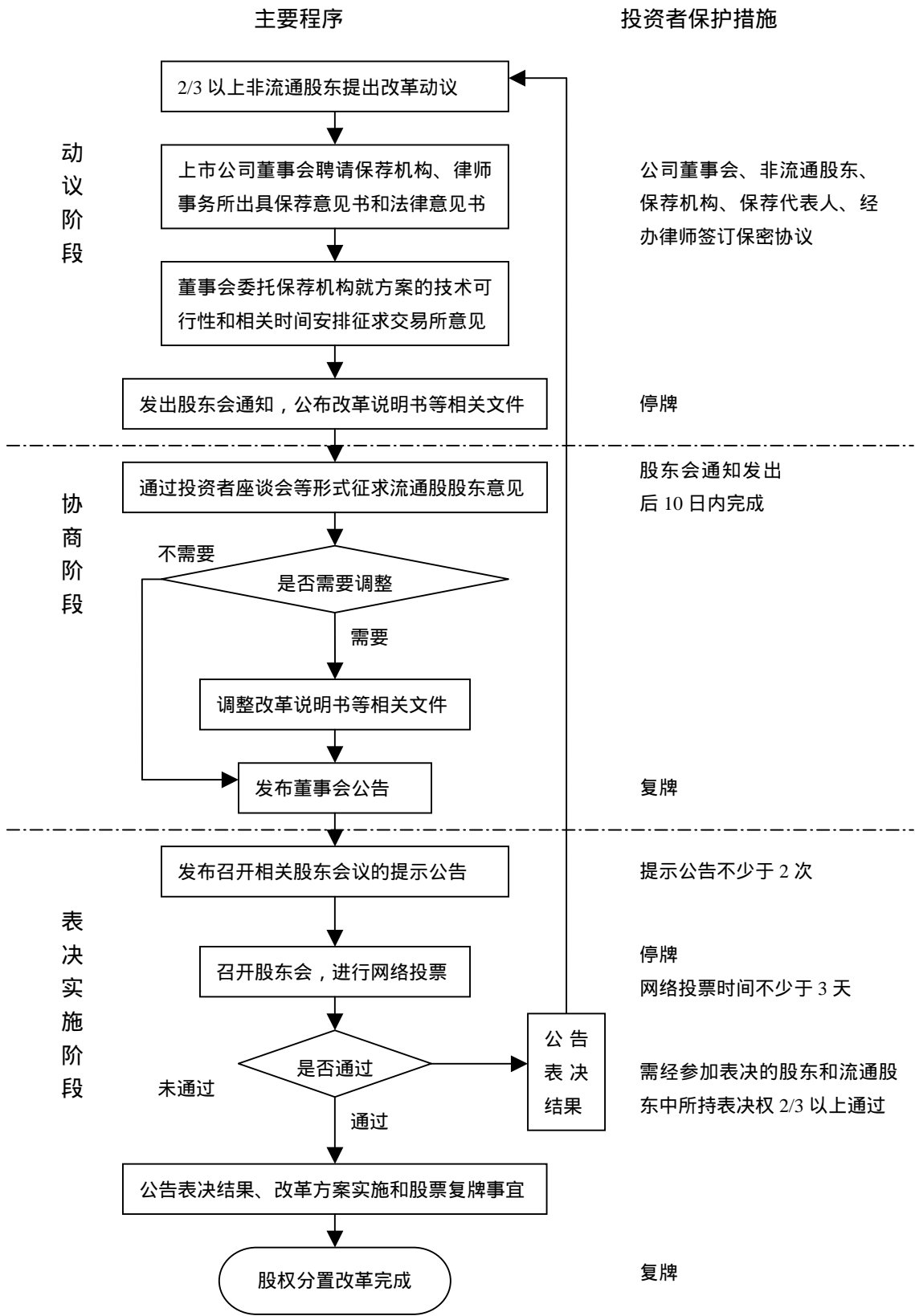
第二阶段：协商阶段。非流通股股东通过投资者座谈会、媒体说明会、网上

路演、走访机构投资者、发放征求意见函等多种方式，与流通股股东进行充分沟通和协商，并在 10 日内公告公司经与流通股股东协商后确定的股改方案，此方案公告后不得再次修改。

第三阶段：表决实施阶段。股改方案确定并公告后，召开股东大会，由流通股股东对股改方案进行投票。投票过程中上市公司必须为流通股股东提供网上投票平台，网上投票时间不少于 3 天。股改投票表决后，上市公司公告表决结果，股票复牌。如果股改方案获得  $\frac{2}{3}$  以上参加表决的股东和  $\frac{2}{3}$  参加表决的流通股股东通过，则可以安排股改方案的实施，否则 3 个月后重新申请进入股改程序。

2. 股改操作流程。《上市公司股权分置改革管理办法》对股改的操作程序进行了详细的规定，如图 1 所示。

图 1 股权分置改革的操作程序和相关投资者保护措施



### 三、股权分置改革实施情况总结

为了全面揭示我国股改的情况，下面对我国股改的组织、实施过程和对价方式等进行系统的总结。

#### （一）组织分工

股改涉及面广，难度大，时间紧，任务重，需要统一的组织领导，并在此基础上进行合理分工，协同作战。

1. 成立股权分置改革小组。为了体现“统一组织”的股改思路，2005年6月，国务院统一领导下的股权分置改革小组正式成立，小组成员由中国证监会、国资委、财政部、中国人民银行、商务部等部门有关负责人组成。2005年9月，深沪证券交易所分别成立股权分置改革领导小组；2005年9月前后，有关国家部委、省市自治区也成立了相应的股权分置改革领导小组。

2. 明确分工。为各司其职，《上市公司股权分置改革管理办法》等有关文件对中国证监会等部门、证券交易所、上市公司和其他股改参与方的职责进行了明确的分工。主要分工如下表。

序号	责任部门	主要职责
1	国务院股权分置改革领导小组	组织、领导、协调全国性股权分置改革工作。
2	中国证监会	具体组织、指导、协调全国性股改，对股改过程实行监督管理。
3	国资委等部委	负责中央国有企业股改相关事宜，协助配合国务院股权分置改革领导小组工作。
4	地方政府	统筹安排、协调本地区股改工作。
5	证券交易所	制定上市公司股改业务操作流程，协调、指导上市公司股改工作，负责上市公司股改一线监管。
6	上市公司及其董事会	履行信息披露义务，在与流通股股东进行充分沟通协商并征得流通股股东同意后实施本公司股改。
7	保荐机构及保荐人	联系核查义务，协助上市公司及其控股股东制定切合公司实际的股改方案，督促做好信息披露工作，督导相关当事人履行股改有关承诺。
8	律师事务所	对股改参与主体的合法性进行核查并签发合法性的意见。
9	机构投资者	积极参加股改，自觉维护投资者特别是公众投资者合法权益和市场稳定。
10	流通股个人投资者	积极参加股改，珍惜自己在公司股改中的投票权力，维护自己的合法权益。
11	证券登记结算机构	做好股改股份登记、过户等工作，会同证券交易所为上市公司股改方案创新及改革后的市场制度、产品创新提供技术支持。
12	新闻媒体	坚持正确的舆论导向，做好股改的宣传工作的。

## （二）实施过程

根据股改的实施情况，其实施过程大致可分为试点阶段、全面启动阶段、攻坚阶段和基本完成阶段。

### 1．试点阶段

2005年4月29日，中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，正式启动上市公司股改试点工作。在试点期间，中国证监会、国资委连续出台相关政策，引导、规范和推进股改：中国证监会发布《上市公司回购社会公众股份管理办法》、《关于上市公司控股股东增持流通股有关问题通知》等相关文件，中国证监会和国资委联合出台《关于股权分置改革试点工作的意见》，国资委发布《关于国有控股上市公司股权分置改革的指导意见》；深沪证券交易所和中国证券登记结算公司联合发布《上市公司股权分置改革试点业务操作指引》，深沪证券交易所出台《权证管理暂行办法》；中国证券登记结算公司发布《上市权证登记结算业务实施细则》。这些股改规范性文件的出台，为做好股改试点工作发挥了重要的促进作用。

截至2005年8月22日，共有46家上市公司进行了股改试点，试点分两批进行：2005年5月9日，清华同方、三一重工、紫江企业、金牛能源4家公司开始股改第一批试点。2005年6月20日，第二批42家上市公司股改试点启动，试点公司已经涵盖了大型中央企业、地方国有企业、民营企业和中小企业等不同类型的企业，量大面广，股改试点方案呈现多样化，有的公司股改方式有所创新，为股改全面铺开积累了经验。到股改试点结束时，46家股改公司中除清华同方外，其他45家公司的股改方案获得股东大会通过，实施股改。

### 2．全面启动阶段

2005年8月23日，经国务院批准，中国证监会、国资委等五部委联合发布了《关于上市公司股权分置改革的指导意见》，对股改的意义、指导思想、总体要求等提出了方向性意见，标志着股改全面启动。为此，国务院成立了股权分置改革领导小组，中央有关部委、各地方政府、深沪证券交易所相继成立了股权分置改革领导小组。2005年9月4日中国证监会发布了《上市公司股权分置改革办法》，2005年9月6日深沪交易所分别发布了《上市公司股权分置改革业务操作指引》。

2005 年 9 月 8 日和 17 日，国资委先后发布了《关于上市公司股权分置改革中国有股股权管理有关问题的通知》、《关于上市公司股权分置改革中国有股股权管理审核程序有关事项的通知》，为国有上市公司股改扫除了最后的政策阻碍。

在各方协同推进下，股改进展顺利。2005 年 9 月 12 日上海汽车、民生银行等 40 家上市公司开始股改，标志着股改在经过为期 4 个月的试点后正式全面启动。2005 年 10 月 10 日上海永久和万科发布股改方案，成为最早进行股改的含 B 股上市公司；2005 年 10 月 17 日 ST 农化发布股改方案，成为首家启动股改的 ST 类公司；2005 年 10 月 17 日鞍钢新轧发布股改方案，成为首家启动股改的 A+H 股公司；2005 年 11 月 9 日 ST 吉纸公布股改方案，成为首家启动股改的暂停上市公司。2005 年 11 月 21 日，中小企业板最后一家股改公司黔源电力股改方案在股东大会上表决通过。至此，中小企业板 50 家上市公司股改全部完成，成为我国资本市场第一个与国际市场接轨的“全流通板块”。截止到 2005 年 11 月 21 日，深沪证券交易所先后有 10 批共 203 家公司进行了股改。

### 3. 攻坚阶段

尽管股改全面铺开进展较为顺利，但也存在一些问题：一是占市值较大的国有控股上市公司的股改相对缓慢，影响了整个股改工作的进程；二是随着股改的不断推进，未股改公司中存在亏损、担保、占用资金等问题的较多；三是一些地方或部门对股改采取观望态度，在推进本地区、本部门股改方面欠作为；四是一些公司非流通股控股股东与流通股股东在股改对价上难以协商达成共识，股改方案未获股东大会通过的现象增多。

为妥善解决上述问题，加快股改进程，2005 年 11 月 10 日中国证监会、国资委等五部委在北京召开“股权分置改革工作座谈会”。会议指出：股改进入关键时期，改革方向不能变、信心不能变、基本政策不能变，要“抓住重点，以点带面，推进改革”。在此次会议上，39 家央企控股上市公司和 11 个重点地区的 135 家地方国有控股上市公司被列为股改重点对象。与此同时，财政、税收、外资、股权激励等涉及多个部门与股改相关的配套政策陆续推出，有力地支持了股改。2006 年 4 月 24 日中国证监会召开进一步推进股改工作视频会议，中国证监会主席尚福林强调，目前股改已进入攻坚阶段，任务非常艰巨，要切实贯彻落实国务院领导的重要批示精神，认真总结经验，加强组织领导，明确工作职责，落实配套政策，

巩固和扩大改革成果，确保实现年内基本完成股改的既定目标。这一阶段的配套政策和举措包括新股发行和上市公司再融资重新启动等。2005 年 11 月，国务院批转中国证监会《关于提高上市公司质量的意见》，中国证监会为落实国务院的批示，制定出清欠工作的具体要求，并要求逐项落实到位，以确保实现 2006 年完成清欠上市公司资金任务的目标。在各方努力下，相当多的 ST 公司和存在担保或关联交易等“问题”公司进入了股改程序。

截至 2006 年 2 月 14 日，深市主板进入股改公司总市值已占深市 A 股总市值的 53.79%，2006 年 2 月 28 日，沪市股改公司总市值亦达到 52.53%。截至 2006 年 4 月 23 日，深沪证券交易所在全面启动股改后有 30 批共计 878 家公司完成股改或进入股改程序，占应股改公司的 65.33%。至此，我国股改取得了实质性的突破和进展。

#### 4. 基本完成阶段

这一阶段的主要工作是推进未股改公司股改、解决前期股改的后续问题和恢复资本市场的融资功能。

2006 年 5 月之后，未进入股改或股改程序的上市公司主要有两类：一是以中国石化为代表的大型国有企业，公司数量不多，但公司市值占市场份额较大。这些公司股改的主要问题在于高层需要通盘考虑。为此，国资委等部门会同有关部门按照国务院的有关指示精神，协商大型国有控股上市公司股改；二是一些“问题”上市公司，主要是业绩较差、资金被控股股东占用、违规担保、股份被冻结等公司。公司数量相对较多，但公司市值占市场份额较少；这些公司股改牵涉许多问题，仅仅依靠上市公司或控股股东推进股改较为困难。一些地方政府为此会同司法、国资管理、银行、控股股东和其他相关利益者协商解决“问题”上市公司的股改问题，取得了明显的成效。2006 年 10 月 9 日，G 股公司摘去“G”标记，恢复股改方案实施前的简称。同时，未进行股改的公司简称前加“S”标记。2006 年 10 月 10 日，中国石化完成股改后复牌，至此，我国证券市场市值排名前 10 的公司全部完成股改。

随着 90% 以上的上市公司完成股改，我国资本市场运行机制开始发生根本性的变化。在推进未股改公司尽快实施股改的同时，按照“全流通”模式恢复市场融资功能已成为我国资本市场发展的重要任务。2006 年 5 月 17 日中国证监会发布

了《首次公开发行股票并上市管理办法》，标志着因股改暂停近一年的新股发行重新启动。2006年6月19日中工国际在深交所上市，成为全流通制度下第一家发行上市公司，“新老划断”迈出了关键步伐。

与此同时，前期股改的后续工作开始进入实施阶段。2006年6月19日“G三一”限售股份解除流通限制，进入二级市场流通，成为第一只“小非”解禁的个股，至此我国资本市场股份全流通正式开启，改变了我国资本市场过去16年非流通股不上市流通的格局。2006年8月24日G恒生发布公告，称公司第二大股东已通过上交所出售了公司股票。这是限售股上市流通以来，第一家就限售股解禁后减持发布公告的G股。2006年9月11日首家发布并通过对价股改方案的G农产品，在2006年9月5日至9月11日的履约期内，投资者预售要约股份数为零，标志着第一家零对价股改完成。2006年9月11日伟星股份部分股份限售期满，其控股股东伟星集团于9月11日至9月13日通过深圳证券交易所减持。这是股改后控股股东首次通过二级市场出售限售流通股。这些股改后续工作的顺利实施，进一步巩固了股改的成果。

截止2006年11月9日，已经股改或者开始股改的公司有1204家，其中已经实施股改的有1096家，董事会发布预案的54家，股东大会通过的29家，开始股改的8家，股改方案未通过的17家。

### （三）对价方式

对价是股改的核心内容，根据上市公司的实际情况和非流通股股东与流通股股东协商的结果确定对价方式，是股改“分散决策”的具体体现。从股东大会通过股改方案或者已经实施股改的1100多家上市公司看，对价方式主要有送股、派现、资产重组、权证、缩股、回购、注资、差价补偿、解决诉讼等方式。较多上市公司采取是单一对价方式，也有不少上市公司采取组合对价方式。

1. 送股。送股就是股权分置中的一方（如非流通股股东）向另一方（如流通股股东）赠送一定数量的股份。从股改情况看，大部分公司股改对价选择直接送股或者包含送股方式，在1125家已股改的上市公司中，采取直接送股方式的有954家，包含送股方式的公司有1086家，占1125家公司的96.5%。由于各公司情况不同，具体送股方式也不尽相同，主要有四种：一是非流通股股东向流通股股东直接送股；二是上市公司和非流通股股东同时向流通股股东送股；三是上市公司向



流通股股东送股；四是上市公司向全体股东转增、非流通股股东向流通股股东送股。在上述四种送股方式中，非流通股股东向流通股股东直接送股的公司最多，具体情况如下表。

送股对价方式	公司数量	平均对价(股/每 10 股)	代表公司
非流通股股东向流通股股东送股	791	3.156	鲁银投资、轮胎橡胶、紫光股份
上市公司和非流通股股东同时向流通股股东送股	15	3.261	新潮创业、ST 星源、亚泰集团
上市公司向流通股股东送股	119	2.768	吉电股份、*ST 威达、名流置业
上市公司向全体股东、非流通股股东向流通股股东送股	29	2.755	梅雁水电、隆平高科、江淮汽车

2. 派现。派现是指用现金向流通股股东支付对价的方式。具体又分为两种：一是非流通股股东直接向流通股股东派现；二是上市公司向全体股东、非流通股股东向流通股股东派现。以派现作为对价方式实施情况见下表。

派现对价方式	公司数量	平均派现(元/10 股)	代表公司
非流通股股东直接向流通股股东派现	8	17.72	佛山照明、江铃汽车、承德露露、豫能控股、海螺水泥、上电股份、三精制药、上柴股份
上市公司向全体股东、非流通股股东向流通股股东派现	2	6.87	复星医药、南钢股份

3. 资产重组。这种方式是以资产重组作为非流通股股东向流通股股东支付对价的方式。以资产重组作为对价方案一般运用于 ST 股票和存在担保或关联交易等“问题”公司，如 ST 泰格、靖远煤电、ST 金岭、ST 环球等公司都采用了资产重组的对价方式。以通化金马为例，大股东“永信投资”以现金和所持通化金马股份的 30% 收购东方资产拥有的通化金马全部债权本金及利息 87510 万元，而通化金马以账面净值为 38157.7 万元的资产抵偿所欠永信投资的等额债务，同时永信投资以其所持公司债权归还所欠公司欠款 3223.2 万元后，永信投资豁免通化金马其余全部欠款计 46129 万元。根据上述股改方案，通化金马净资产增加了 46440.3 万元。按照公司 2006 年 5 月 31 日前 120 日流通股交易均价 1.79 元测算，相当于流通股股东每 10 股受益 5.78 股。

4. 权证对价。将权证运用于股改是一种创新。从已经实施股改的公司来看，权证对价有以下三种：(1) 认购权证<sup>3</sup>。认购权证是非流通股股东支付给流通股股

<sup>3</sup> 认购权证分为欧式、百慕大式和美式三种。欧式权证是指只能到该权证存续期满时一次行权，美式权证是指在该权证存续期满内可以随时行权，百慕大式权证是指行权方式介于欧式权证和美式权证之间的权证，行权日为事先指定的存续期内的若干个交易日。

东的一种在一定时间内按一定价格买入股票的权利，可上市交易。截至 2006 年 10 月，共有 13 家公司采用了认购权证对价方式（见下表）；（2）认沽权证。认沽权证是非流通股股东支付给流通股股东的一种在一定时间内按一定价格卖出股票的权利，可上市交易。采用认沽权证对价方式的公司情况见下表；（3）认沽权利。认沽权利是非流通股股东支付给流通股股东的一种在一定时间期满后按一定价格卖出股票的权利，但不能上市交易。在已经实施股改的公司中，农产品和大冶特钢以认沽权利作为直接的对价方案。另外，新华百货等 4 家上市公司则包含了认沽权利方案。

权证类型	认购权证	认沽权证	认购权证+认沽权证
欧式	鞍钢股份、邯郸钢铁、首创股份、宝钢股份、国电电力、伊利股份	新钢钒、上海机场、招商银行、原水股份、青岛海尔、贵州茅台、华菱管线、	武钢股份、包钢股份、烟台万华、长江电力、雅戈尔
百慕大式	华侨城 A	深能源 A、盐湖钾肥、中集集团、万科 A	五粮液
美式		白云机场	

5. 缩股。缩股是一种通过缩小非流通股股东股份以提高流通股股东股份的份额从而实现非流通股股东向流通股股东间接送股的对价方式。例如，在泰豪科技的股改对价方案中，非流通股股东按 1 : 0.65 比例单向缩股。实施对价前，非流通股股份为 13958.5 万股，实施对价后，这些股份变为 9073 万股。截至 2006 年 10 月，选择对价方案包含缩股的共有 11 家，其中泰豪科技、福星科技、广州浪奇等 6 家公司选择了直接缩股，而另 5 家公司的股改方案为包含缩股的组合方案。在 6 家缩股公司中，缩股比例最大的为 1 股缩为 0.58 股，最小的为 1 股缩为 0.66 股，平均为 1 股缩为 0.633 股。

6. 回购。回购是指公司出资购回其本身发行在外的股份，以达到减资或调整股本结构的目的。例如在成发科技的股改方案中，公司非流通股股东以非流通股加现金的方式购买公司经营业绩不佳的燃气轮机修理业务相关资产，并将此部分非流通股予以注销。回购主要与其他方案一起被使用于股改方案中。截至 2006 年 10 月，共有 9 家公司使用了回购对价方式，漳州发展等 7 家公司以送股+回购作为实施方案，天利高新、延边公路分别以缩股+回购、缩股+回购+资产重组作为对价方案。

7. 注资。注资是指非流通股股东以向上市公司注入资金作为对价方式。注资一般与其他方式形成组合对价方式。例如在 ST 中燕的资产重组+注资对价方案中，

非流通股股东宝群实业以现金 2126.8 万元收购中燕股份的应收款项。同时，宝群实业将其全资拥有的杭州口腔医院有限公司 100% 的股权及现金 2550 万元赠与中燕股份。截至 2006 年 10 月，共有 6 家公司采用了包括注资在内的组合方案：高新发展以送股+资产重组+注资作为对价方案。而渝开发等 4 家公司以送股+注资作为对价方案。

8. 差价补偿。差价补偿属于“零对价”方案，即非流通股股东承诺在股改方案实施后的未来一定期限内，如果股价低于或高于一定标准，非流通股股东将向流通股股东补偿一定数量的差价。例如，丝绸股份的方案规定，股改方案实施后首个交易日起 12 个月内最后 30 个交易日，如果股票加权平均价格低于 3.50 元/股，流通股股东可以获得的现金差价按上述 30 个交易日公司每股加权平均价格与 3.50 元的差额计算。每股最高补差限额为 1.7 元。截至 2006 年 10 月，实施“零对价”方案的公司有农产品、深发展和丝绸股份，但深发展的方案没有通过。

9. 其他方式。除以上方式外还有一些其他方式。ST 银广夏是典型案例。该公司由于存在虚假陈述而受到中小投资者起诉，该问题在股改前一直没有解决，后来公司非流通股股东代表公司与中小股民诉讼原告达成调解协议和撤诉安排，减少公司或有负债 10403.2 万元，中小投资者诉讼原告每 10 元诉讼请求金额获非流通股股东支付 2.2 股赔偿。

在股改中，许多公司运用以上多种方式形成组合对价方式。截至 2006 年 10 月，共有 149 家公司运用了组合对价方式，组合对价方式多达 18 种(见下表)，其中送股+派现、送股+资产重组、送股+权证等组合方式较多。

序号	方式	家数	序号	方式	家数
1	派现+认沽权利	1	10	送股+注资	4
2	派现+资产重组	2	11	送股+资产重组	42
3	送股+回购	6	12	送股+资产重组+认沽权利	1
4	送股+派现	53	13	送股+资产重组+注资	1
5	送股+认沽权利	1	14	缩股+回购	1
6	送股+派现+认沽权利	1	15	缩股+回购+资产重组	1
7	送股+权证	16	16	缩股+派现	1
8	送股+权证+派现	5	17	资产重组	10
9	送股+缩股+派现	2	18	资产重组+注资	1

## 四、股权分置改革成效分析

截止 2006 年 10 月，我国股改达到了预期目标，取得明显成效，长期困扰我国资本市场发展的根本问题基本得到解决，这必将对我国资本市场健康、规范发展产生长期的、深刻的、广泛的影响。

### （一）股改夯实了我国资本市场发展的基石

股改后，我国深沪上市公司原国有股、法人股与公众股的“股价分置”、“利益分置”问题已不复存在，原国有股、法人股可以和公众股一样上市流通，原国有股、法人股股东也可以和公众股股东一样享有股价收益权。股票的二级市场价格成为两者共同的价值判断标准，原国有股、法人股股东与公众股股东有了共同的利益基础。大股东凭借控股地位占用上市公司资金或掏空上市公司从而造成二级市场股价大跌再不是“损人利己”的事情，而是“损人害己”的事情，取而代之的是大股东和上市公司的不良行为将受到自我约束。大股东关心、支持、帮助上市公司优化治理结构、提高公司质量、谋求长期发展，可以和公众股股东一样通过股价上涨获取更多的、合法的股权收益。股改时或股改后，许多上市公司主动通过注入优质资产、改善公司经营状况等方式提高上市公司质量，客观上形成了所有股东多赢的局面。通过与股改的组合操作，许多上市公司已经改善了公司资产状况和业绩持续增长能力，清理了资金占用和违规担保，提高了分红水平，保障了中小投资者的利益。因此，股改从根本上解决了我国资本市场股权分置、股价分置、利益分置问题，恢复了上市公司股票同股、同权、同利的本来属性，奠定了上市公司治理共同的利益基础，夯实了我国资本市场发展的基石，我国资本市场进入了全新的“后股权分置”时代。

### （二）股改为我国资本市场优化资源配置奠定了市场化的基础

一方面，股权分置扭曲了市场定价机制，导致同一上市公司股价分置，形成了流通股和非流通股两种价格，流通股价格和非流通股价格信号都丧失了公信力。股改后，实现了原国有股、法人股、公众股的价格并轨，并统一按市场机制定价，

这就为股票价格真实反映公司的价值创造了市场化的条件。这对我国国有资产决策、考核、评价、监管等都会产生积极影响，从而有利于深化国有企业改革和优化国有资产管理。

另一方面，股改前，以流通股价格高估为基础的上市公司面向公众股东配股、增发不受公众股东欢迎，非流通股价格低估降低了非流通股股东增持公司股份的积极性，产业资本无法利用资本市场进行购并重组，资本运营缺乏市场化操作基础。股改后，上市公司按市场化定价机制增资扩股，有可能获得所有原股东的支持，还会吸引看好公司发展前景的新股东的参与，这就大大扩大了公司直接融资的空间，强化了我国资本市场资源优化配置的功能。这对于促进我国社会资产（含国有资产）流动与配置、挖掘社会资产潜力、提高社会资产配置效率将产生直接的、巨大的、有效的促进作用。

### （三）股改恢复了市场信心和稳定了投资者预期

受股权分置、国有股配售及减持损害流通股股东利益和股改思路不明确的影响，2001年下半年开始，沪深股市进入下跌通道，上证综合指数从2001年最高2245点跌至2005年最低998点，跌幅高达55.5%；深证综合指数从2001年最高664点跌至2005年最低235点，跌幅高达64.6%。2005年6月沪深股市股票流通市值约为14000亿元，剔除其间新股上市的影响，流通市值较2001年最高时缩水8000亿元，投资者损失惨重。

以促进资本市场发展为目标、以实现流通股股东和非流通股股东共赢为原则、以保护中小投资者为出发点的股改，解决了我国资本市场发展的根本性制度障碍问题，建立了我国资本市场健康、规范发展的长效机制，为恢复市场信心、稳定投资者预期奠定了坚实的基础。投资者逐步增加了证券市场投资，2006年1~11月，深沪证券市场新增投资者开户数300万多户；新发行基金3000亿元；QFII投资规模从2005年的50亿美元增加到2006年的120多亿美元，社保基金、保险基金更是加大了直接的或间接的投资规模。在大多数投资者共同看好我国资本市场股改后发展前景的情况下，沪深股市一改多年的调整低迷状态，出现交投旺盛、股指大幅度稳步上涨的走势。至2006年12月15日，上证综合指数、深证成份股指数分别创历史新高，较2005年最低点分别上涨了120%以上。沪深股票市值已突破8万亿元，较2005年增加了4万多亿元。我国股市财富效应得到了基本体现。

#### （四）股改恢复和提升了我国资本市场融资功能

2002年以来，受股权分置问题的困扰，我国资本市场融资功能逐步萎缩。2002年沪深股市直接融资727.72亿元，2005年减少到324.51亿元，较2001年萎缩了69.58%；我国资本市场已上市公司股权融资得不到满足，影响上市公司的发展；一批未上市的公司选择了境外上市，造成我国上市资源大量流失。

2006年我国股改取得突破性进展后，为A股市场恢复融资功能奠定了市场基础。中国证监会及时出台了《首次公开发行股票并上市管理办法》和上市公司再融资实施办法，深沪资本市场融资功能迅速恢复，一批包括中国银行、工商银行、中国国航、大秦铁路等在内的公司得以在境内资本市场上市，符合条件并有融资需求的已上市公司通过深沪市场进行配股或增发融资，大量的原国有股、法人股股东在股改后积极参与上市公司股权融资，史无前例地提升了我国资本市场的融资功能。2006年6月恢复发行新股至2006年11月30日仅半年时间，我国深沪资本市场新股发行筹资金额累计已达到1188.72亿元，上市公司再融资高达732.52亿元，两者合计为1921.24亿元，达到我国资本市场年度直接融资的最高水平，超过2003～2005年我国沪深资本市场直接融资的总和，有力地促进了国有企业改制、中小企业发展，我国资本市场在国民经济发展中的作用和地位大幅提升。

#### （五）股改推动了我国资本市场的创新

股改作为我国资本市场根本制度的变革，本身就是我国资本市场设立以来最大的、最重要的制度创新。我国股改创造了有效的组织形式，建立了流通股股东和非流通股股东的利益协商机制，成功实践了上市公司股东分类表决制度，根据上市公司、非流通股股东的情况和协商的结果创造出了众多的股改对价方式，将解决上市公司的历史遗留问题与股改结合起来以提高上市公司的质量，营造了浓厚的市场创新氛围。

与此同时，股改为我国资本市场创新扫除了制度障碍。在产品创新方面，股改直接推动了权证产品的创新，2005年以来深沪资本市场权证的成功发行与部分权证顺利退出市场，为我国资本市场金融衍生产品的设计、监管、交易和投资积累了宝贵经验。股改建立了市场化的定价机制，为我国推出股指期货产品奠定了市场基础；在制度创新方面，股改直接催生了上市公司和管理层股权激励制度的

建立、做空机制的形成、上市公司并购重组办法的出台；有关股票发行上市制度、上市公司监管制度等也有了重大创新。

## （六）股改促进了我国资本市场与国际接轨和对外开放

股权分置是我国资本市场对外开放的最大制度性障碍。股改后我国资本市场成为全流通的市场，所有的股票在一定的条件下都可以流通，都可以按照相同的市场机制定价，股票价格有了统一的估值标准，有了与境外资本市场可比较的价格基准，上市公司各股东有了共同的利益基础，市场有了资源优化配置的市场化基础，我国资本市场对外开放的制度性障碍基本得以消除，对外开放的吸引力和抵御对外开放风险的能力大为提高。

股改后，在深沪股价指数大幅度上涨的前提下，QFII投资深沪资本市场的积极性有增无减，参与深沪上市公司并购重组的境外资本虎视眈眈，境外证券机构在境内设立分支机构、成立合资证券或基金公司的愿望极为强烈。与此同时，境内上市资源流失明显减少，原境外上市的公司回流境内市场的意愿则大为增强。我国资本市场开始呈现出对外开放和对内开放良性互动的态势。

总之，股改产生了众多具体的和综合的巨大成效，从各个方面促进了我国资本市场的长期、规范、健康发展，提升了资本市场在国民经济发展中的作用和地位。我国股改的丰功伟绩将永久载入我国资本市场和世界资本市场改革、发展的史册。

## 五、股权分置改革经验总结

1999年以来，我国资本市场先后进行了许多不同层面的改革，既有成功，也有失败。但最具重大意义的、带有根本性质的、取得巨大成功的改革则是股权分置改革，而且这种改革是在没有国际经验可以借鉴的情况下取得的，创造了世界资本市场发展史上的奇迹。我国股改成功所取得的经验，是我国资本市场乃至世界资本市场发展史上的宝贵财富。

## （一）党中央、国务院的坚强领导是股改成功的根本前提

股改制约因素之多、环节之复杂、影响范围之广泛，在我国资本市场改革历史上是空前的，在我国其他领域的改革实践中也不多见。如此重大的制度变革，党中央、国务院的高度重视、坚强领导，无疑是成功的根本前提。

1. 深化认识指明了改革方向。党中央、国务院与时俱进，不断深化“社会主义基本经济制度”、“社会主义市场经济体制”重大理论、实践问题的认识，指明了我国资本市场改革和发展的大方向，也引导不少同志走出了把“股权分置”与坚持“公有制主体地位”联系起来的认识误区。

2. 高度重视创造了有利的改革环境。2003年中共十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》，把发展我国资本市场的重要性提到了一个新的高度。国务院2004年1月出台的“国九条”，首次系统地阐述了发展我国资本市场的基本路径，并提出要“积极稳妥解决股权分置问题”。党中央、国务院的高度重视和鲜明态度，扭转了当时资本市场“边缘化”等悲观情绪蔓延的局面，为实施股改创造了十分有利的政策环境和条件。

3. 统一领导保证了改革顺利推进。股改涉及的问题覆盖了资本市场的方方面面，并且在很多方面超出了资本市场自身的范围，中央政府的统一领导是必须的。为此，国务院专门成立了包括中国证监会、国资委、财政部和中国人民银行在内的股权分置改革领导小组，以组织、协调、推进股改，为股改提供了组织保障。

## （二）对股改的科学认识为股改成功作了坚实的理论铺垫

2001年国有股减持改革失败后，社会各界陆续提出了上千种股改方案。如果不能统一认识，作为一项“公共选择”性质的改革将会举步维艰。2003年以来，中国证监会在广泛征求各界意见和建议的基础上，科学地统一了关于“股权分置性质”等重大问题的理论认识，为明确改革任务、设计改革方案、选择改革路径作了坚实的理论铺垫。

1. 以明确“股权分置”性质为前提，界定了股改的基本任务。“股权分置”问题被明确界定为“A股市场的上市公司股份按能否在证券交易所上市交易被区分为非流通股和流通股，是我国经济体制转轨过程中形成的特殊问题”。以此为基础，股改的任务被明确界定成“为非流通股可上市交易作出的制度安排”，与“国



有股配售”、“国有股减持”是不同范畴的概念。

2. 以法律和历史事实为依据,明确了“流通股含权”的性质。管理层科学地阐述了“流通股含权”及其含权的性质,指出非流通股股东所支付“对价”的基础是“流通权溢价”,消除了“让利论”和“赠与论”两种错误认识的影响,为此后以“对价”为核心内容的改革方案设计提供了理论依据。同时,对股改法理基础的科学认识使诸如改革导致“国有资产流失”的言论不攻自破,也将改革的范围有理有据地限定在了A股市场之内。

### (三)“尊重市场规律”为股改成功奠定了市场基础

“尊重市场规律”这是我国在近30年的经济体制改革中获取的基本经验。“国九条”明确提出了改革与发展资本市场要“尊重市场规律”。为此,管理层始终将体现、落实“尊重市场规律”贯穿到了股改的各个方面,为股改赢得市场参与各方的普遍认可奠定了坚实的基础。

1. 深入、全面、细致的调研是“尊重市场规律”的基本前提。股改展开前,中国证监会开展了大规模的调研和多方面的沟通工作。深入的调研、卓有成效的沟通使改革者对于改革对象、改革难点、改革环节、改革中可能出现的问题等有了全面的认识和准确的判断。

2. 充分有效的制度供给是“尊重市场规律”的根本保障。股改建立健全了“市场协商机制”、“分类表决”、“分散决策”等制度,清晰界定了政府职能、市场机制各自的制度边界,为化解各种复杂的利益矛盾提供了弹性的、有效的制度框架。

3. 运用行政手段化解市场失灵是“尊重市场规律”的必要补充。“尊重市场规律”并不是放任自流。管理层灵活地利用了行政手段保证了市场“分散决策”的有序进行。除了通过试点树立榜样、否决显失公平的股改方案、密切关注并及时回应公众投资者的诉求等举措外,中国证监会还出台了一系列规定,在上市公司收购兼并、再融资、实施股权激励计划、认股权证发行等方面对已完成股改公司给予了适度的政策倾斜,从而改变了动态博弈过程中非流通股股东的效用预期,激励了非流通股股东参与股改,有效地促进了股改的进程。

### (四)实现“共赢”为股改成功构建了共同的利益基础

在传统认识中,股改被认为会以“非帕累托改进”方式展开,改革本身也会

对市场带来巨大冲击。由于股改切实树立并落实了整体观，抓住了利益平衡这个关键点，在多个层面实现了“共赢”，为股改成功构建了广泛的共同利益基础，也成为股改本身取得成功的主要标志。

1. 在微观层面实现了非流通股股东和流通股股东的“共赢”。股改高度重视“提高上市公司质量”。以上市公司长远发展为共同利益基础，改革获得了非流通股股东、流通股股东的一致支持，这是改革成功最重要的利益基础。为此，改革者对心存顾虑的非流通股股东在要不要股改和如何确定股改对价等方面进行了必要的引导，并切实履行了保护公众投资者合法权益的承诺。

2. 在中观层面实现了相关政府职能部门的“共赢”。一个强大的资本市场是国家利益所在，也是优化金融结构、提高国有资产配置效率的重要平台。随着认识的统一，相关职能政府部门开始以更为长远、广阔的视野对待股改，形成了股改政策供给的协同效应。

3. 在宏观层面实现了制度变革与市场发展的“共赢”。将股改纳入促进资本市场发展、对外开放这一更为宏大的背景下统筹考虑，通过实施一系列配套措施，在股改与上市公司质量提高、机构投资者培育、境外合格投资者引入、融资制度创新、产品创新、证券公司规范等之间形成了有机的联系和改革各环节的战略协同效应。股改不仅没有让我国资本市场承受巨大代价，反而促成了我国资本市场发展历史性转折的出现。

### （五）稳步推进的路径选择为股改成功赢得了时间和空间

相对于有些人主张的“休克式疗法”股改，选择渐进式稳步推进的股改方式不是管理层改革信心不足的表现，而是管理层对改革高度负责、充分尊重市场规律的体现，它表明管理层充分考虑到了改革的复杂性、艰巨性。

1. “由点到面”再次被证明是有效的改革方法。“由点到面”在我国的改革中多次成功实践。股改采用了由试点到推广再到全面铺开和由易到难的渐进过程，这为市场理解并接受改革提供了足够的空间，也为管理层及时发现新问题并解决问题创造了有利的时机。

2. 动态平衡“三度”以维护市场稳定。在改革的过程中，如果不能平衡“改革的力度”、“发展的速度”和“市场的可承受度”，即使是方向正确的改革也有可能功亏一篑。管理层一开始就强调要处理好“三度”的关系，“三度”的平衡为改

革顺利推进创造了有利的市场环境。

3. 及时解决新问题引导改革向纵深发展。改革是解决老问题的过程，也是新问题产生的过程。为此，中国证监会针对股改后大股东在二级市场变现等新问题及时出台了规则，稳定了市场预期，证券交易所也针对全流通这一新的制度安排深化了信息披露、市场监管等方面的工作。

## （六）管理层卓越的执行力为股改成功发挥了关键作用

有了明确的改革目标，改革并不必然会取得成功。毕竟，设计蓝图和实现蓝图是完全不同的事情，后者是对改革执行力的全面考验。作为改革的主要执行者，中国证监会卓越的执行力是改革成功的关键因素。

1. 以出色的协调沟通工作确保改革获得各界支持。自 20 世纪 90 年代中期以来，我国的经济体制改革在执行环节逐步由“中央政府推动型”为主演变为“部门推动型”为主。转变本身有其必然性，但也在一定程度上出现了“各自为阵”的负面后果。通过协调、沟通使“本部门”的改革主张得到其他部门的理解和支持，对于改革成败至关重要，这也是改革执行力的重要体现。作为股改的主要推动和直接领导者，中国证监会在股改方面的出色工作得到了社会各界的广泛认可和高度赞扬，股改成功本身也为其出色工作做了最好的注脚。

2. 以高度的改革智慧很好地把握了改革节奏。股改后，中国证监会审时度势，根据“三度”对比的动态变化不断调整改革策略，有时如履薄冰慎重行事，有时大刀阔斧积极推进，很好地控制了改革推进的节奏，掌握了改革的主动权。

3. 以非凡的改革勇气引导社会舆论导向。股改前，“时机选择”并没有统一的认识，有的人提出股权分置问题 30 年后再解决。股改启动后，中国证监会及其领导人表现出了非凡的改革勇气，在做了大量铺垫性工作的基础上，引导并深化了各界对改革必要性、紧迫性的理解。其中中国证监会尚福林主席在关键时刻“开弓没有回头箭”的名言，体现出了一个改革者的勇气和魄力，对于引导社会舆论导向、明确市场预期起到了重要作用。

## （七）交易所等自律组织的参与配合为股改成功发挥了重要的促进作用

在股改中，证券交易所充分发挥了作为自律组织贴近市场的灵活性，以及在

组织市场和产品创新方面的优势，在市场组织、一线监管等方面为股改顺利实施提供了有力的保障。

1. 证券交易所发挥了贴近市场的优势做了大量的基础性工作。股改试点阶段，深圳证券交易所就对每一家上市公司情况进行了摸底，根据公司提出的问题，进行汇总分析，拟订相应的政策建议，并与中国证监会和有关部门或地方政府进行了积极的沟通。

2. 证券交易所发挥了组织市场的功能优势。例如，深圳证券交易所多次组织了“深圳上市公司股权分置改革工作座谈会”，对上市公司的大股东进行了耐心的解释和说服工作，并对上市公司如何根据各自的情况进行股改方案设计进行了引导。

3. 证券交易所以完善“网络投票”等方式保证了股东大会运行顺利。在世界范围内“股东大会”都容易成为“没有观众的演出”。由于公司治理缺陷，我国较多上市公司的股东大会长期流于形式。股改中，证券交易所建立并完善起来的“网络投票”等项制度，为分类表决制度的实施提供了技术支持，在我国资本市场发展史上第一次将尊重中小投资者的话语权落到了实处，也为今后深化公司治理找到了一个新的方式。

4. 证券交易所发挥了产品创新的功能优势。将股改与产品创新融合起来，赋予新产品以明确的制度功能，深沪证券交易所分别开发的权证产品，保证了新产品开发、上线和交易的顺利。成为一些上市公司股改方案的核心内容，这是股改中的一个亮点。

5. 证券交易所发挥了一线监管的作用。股改过程也是内幕信息密集生成的过程，证券交易所有针对性的加大了一线监管的力度，并及时出台了上市公司股权分置改革业务操作指引，在操作流程上规范了改革的程序，有力保证了股改“公开、公平、公正”的操作程序和监管要求。

## 六、股改后我国资本市场发展面临的新问题

尽管股改已取得巨大成功，但是到2006年11月止，深沪证券交易所还有100多家公司因为这样或那样的原因未能实施股改，已经股改的公司也出现了这样或

那样的新问题。认识并及时解决这些问题，既是巩固股改成果的需要，也是我国资本市场规范、健康发展的现实需要。

### （一）股改遗留问题

股改遗留问题包括少数公司未股改问题、股改承诺履行问题和股改后原非流通股上市问题等。

1. 未股改公司的股改问题。截至 2006 年 11 月底，深沪证券交易所仍有 159 家上市公司尚未股改。未股改公司问题复杂，见下表。

序号	未股改公司的股改问题
1	亏损严重、濒临退市的 ST 公司，无力支付股改对价。
2	某些国有上市公司受国有资产管理股权“底线”制约，无法支付对价，难以实施股改。
3	因各种因素未能通过股改，如何再次股改。
4	因特殊原因（如多家上市公司整合）而不能如期股改。

上述问题不解决，“一个市场、两种制度”的问题就不能说真正解决了。如何完成未股改公司的股改，是我国股改最终需要解决的问题。

2. 股改承诺履行问题。股改承诺履行是股改的后续问题，对于保护投资者权益，检验公司和大股东诚信都具有重要意义。由于市场情况多变，股改后可能出现原非流通股股东违反股改承诺的可能情形，见下表。

序号	股改承诺履行问题
1	超出最低持股比例，过度减持股票。
2	违反承诺，在禁售期内销售股票。
3	违反最低减持价承诺，在减持价之下出售股票。
4	违反增持承诺，拒不增持股份。
5	在符合追送条件的情况下拒不追送股份或现金。
6	不按承诺提出分红提案或在表决时投反对票等问题。

对于上述可能出现的问题，如何监管确保其承诺履行、如何认定其违约责任和追究违约责任等，既是巩固股改成果的问题，也是市场诚信建设问题。

3. 非流通股上市交易问题。我国股改的目标之一在于建立一个全流通的市场，原非流通股在股改后都可以有条件的上市流通。在原非流通股“锁一爬二”期限届满后，面临着“小非”（持股 5%以下的非流通股）和“大非”（持股 5%以上非流通股）上市流通的诸多问题，见下表。

序号	非流通股上市交易问题
1	非流通股可能集中上市对市场供求关系产生的冲击。 <sup>4</sup>
2	机构、个人持有的原非流通股在股改后转让所得税赋公平问题。

## （二）股改产生的新问题

股改从根本上改变了我国资本市场的金融生态环境，进而产生了许多新问题。这些问题并不一定是股改后的全新问题，但股改造成的市场金融环境改变使这些问题发生了重大变化，具备了新的特征。

1. 违法违规行变化问题。我国资本市场原有的违法违规行为与股改后市场的新特征相结合，将使后股改时代的违法违规行为出现新的动向，可能的情形如下表。

序号	违法违规行为可能情形
1	部分公司有可能利用并购重组与股改组合运作之机进行内幕交易。
2	股改后上市公司及其股东和高管人员，具备了利用信息不对称进行内幕交易的动机和条件。
3	股改后大股东利益与股价的密切联系增加了大股东利用粉饰报表、虚假披露、内幕交易等手段进行市场操纵的可能性，大股东与机构投资者合谋进行利益输送的可能性也在增加。
4	随着融资融券制度的实施和其他金融衍生产品的推出，内幕交易的手法可能更具多样性和隐蔽性。

2. 大股东行为变化问题。股改后上市公司大股东将作为新的投资者群体进入二级市场，大股东利益将更多地与股价拴在一起，由此可能引发一些新问题。可能的情形如下表。

序号	大股东行为可能情形
1	公司大股东出于违规动机非法购买或出售股份套现。
2	股权流通性质的改变并没有从根本上解决上市公司股权治理结构中普遍存在的“一股独大”问题，大股东的意志仍然凌驾于中小股东之上，中小股东的合法权益的有效保护问题依旧存在。
3	大股东通过操纵市场或虚假陈述等手段，在一定时期推高或打压二级市场股价。
4	大股东通过更为隐蔽的关联交易，侵占公司资产，损害公司利益和中小股东的权益。

3. 上市公司监管变化问题。随着我国资本市场改革和制度创新的推进，股改后上市公司监管面临着崭新的市场环境，相应产生了一些新问题，可能情形如下表。

<sup>4</sup>按照 2006 年 12 月 31 日的收盘价计算，各年度累计可减持的股票累计市值为 6.88 万亿元，分别占当前流通市值 275.03%、总市值的 76.92%。我国资本市场未来面临较大的、潜在的套现压力。

序号	上市公司监管可能面临的问题
1	股改后公司并购将日益活跃,有可能为内幕交易提供土壤,并购中还可能发生收购人无实力、不诚信,原控股股东掏空上市公司后金蝉脱壳、反收购等突出问题。
2	股改后上市公司有可能出现选择性信息披露的新动向:在披露内容上,受大股东控制的上市公司管理层可能根据大股东的意图对上市公司资产、业绩和经营环境等情况进行倾向性披露。
3	部分公司治理较差的公司,可能无法摆脱控股股东的控制,不能及时向中小投资者披露股价敏感信息。
4	管理层股权激励的广泛应用,可能促使某些上市公司管理层产生通过操纵利润影响股价的道德风险。

4. 证券公司监管变化问题。证券公司风险处置已近尾声,但并不能因此断言股改后不会出现新的证券公司问题,资本市场的瞬息万变与证券公司“靠天吃饭”的粗放经营模式之间的矛盾依然是我国较多证券公司风险的主要来源。股改后证券公司监管的重点不再集中在化解存量风险上,而转为合规性监管和对增量风险的预防,主要体现如下表。

序号	证券公司监管可能面临的问题
1	证券公司准入标准的收严和业务分类监管体制的建立问题。
2	以净资本为核心的风险控制指标体系的建立问题。
3	证券公司股东资质的审查及对违法违规股东的惩戒问题。
4	证券公司内部控制制度的建立与健全问题。
5	证券公司行政处置和司法破产法律程序的构建问题。

5. 新旧监管体制与标准协调问题。股改后我国资本市场过渡到市场运行机制主导的市场化时代,相继会出台许多新法规、规则和标准,面临着新旧监管体制与标准的协调问题,突出体现如下表。

序号	新旧监管体制与标准的协调问题
1	既有的旧法律法规与股改后颁布的《证券法》、《公司法》等新法律法规体系的衔接问题。
2	资本市场发展的市场化进程与我国行政化监管理念的冲突与协调问题。
3	新旧财务会计制度的协调问题,例如新旧会计制度通过公允价值重估资产所产生的利润调整问题。
4	原有的落后的监管模式与新的违规风险之间的冲突问题。

6. 市场估值体系变化问题。股改后我国资本市场是全流通和同股、同权、同价的时代,股改的各种对价方案不会改变上市公司的内在价值,而股改后公司治理结构的完善,上市公司、大股东和中小股东之间的利益关系趋同将使我国资本市场的制度环境彻底改观并与国际接轨,相应地市场估值体系也面临着变革和转型。主要问题如下表。

序号	市场估值体系变化问题
1	如何在市场化的原则下改革与完善一级市场公开发行股票询价制度的问题。
2	如何实现国内国际市场估值水平和估值原理的协调统一的问题。
3	如何评判日趋活跃的并购市场对估值体系的影响的问题。
4	如何实现市场估值体系从账面资产到盈利能力的转型的问题。
5	如何应对高市盈率或高溢价发行的市场风险的问题。

股改解决了我国资本市场许多制度性问题，但还有一些股改未能涉及因而仍然存在的问题。例如多层次资本市场建设问题、提高上市公司质量问题、证券市场对外开放问题、投资者保护问题、发展机构投资者问题和市场创新问题等，这些问题都是我国资本市场发展面临的并需要逐步解决的问题，我国资本市场规范、健康发展仍任重道远。



## 附录：股权分置改革大事记

时间	股权分置改革大事
2003 年 11 月 10 日	基于我国证券市场存在着国家股、法人股、公众股和外资股四种股权形式，中国证监会主席尚福林公开撰文指出，我国资本市场存在股权分置问题。
2004 年 1 月 31 日	国务院颁布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（简称《国九条》），明确提出要“积极稳妥解决股权分置问题”。
2005 年 4 月 13 日	中国证监会负责人表示，已具备启动解决股权分置问题试点的条件。
2005 年 4 月 29 日	中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，股改试点工作正式启动。
2005 年 5 月 8 日	上海证券交易所、深圳证券交易所和中国证券登记结算公司联合发布《上市公司股权分置改革试点业务操作指引》，明确了股改试点操作流程。
2005 年 5 月 9 日	三一重工、紫江企业、清华同方、金牛能源四家上市公司，作为首批试点上市公司开始进行股权分置改革，标志着股改进入实质操作阶段。
2005 年 5 月 15 日	中国证监会主席尚福林在接受新华社记者专访时指出，股权分置改革不仅是中国资本市场的一件大事，也是党中央、国务院的重大决策，开弓没有回头箭，必须搞好。作为中国股市的一场深刻变革，改革将是一个连续过程，改革不会停步。
2005 年 5 月 30 日	中国证监会和国资委联合发布《关于做好股权分置改革试点工作的意见》，提出大中型上市公司要积极进行股改。
2005 年 6 月 10 日	三一重工股改方案获通过，成为首家成功进入股改方案实施阶段的上市公司。6 月 17 日，三一重工成功复牌，其股票由“三一重工”改称“G 三一”，标志着 A 股市场开始进入“G 股时代”。此后至 2006 年 10 月 9 日前，完成股改的股票均被添加“G”标记。
2005 年 6 月 10 日	清华同方股改方案因流通股股东支持率不足未获通过，成为首家股改方案被流通股股东否决的上市公司。
2005 年 6 月 17 日	国资委发布《关于国有控股上市公司股权分置改革的指导意见》，要求国有股股东研究确定在所控股上市公司中的最低持股比例，明确国有股流通不意味马上上市出售，以维护证券市场的稳定。
2005 年 6 月 27 日	国务院统一领导下的股权分置改革小组宣告成立，小组成员由中国证监会、国资委、财政部、中国人民银行、商务部等部门有关负责人组成。
2005 年 6 月 20 日	第二批 42 家试点公司股改启动，涵盖了大型中央企业、地方国企、民营企业和中小企业等不同类型和层面的企业，量大面广，股改试点方案呈多样化。
2005 年 7 月 18 日	上海证券交易所和深圳证券交易所分别发布《上海证券交易所权证管理暂行办法》和《深圳证券交易所权证管理暂行办法》，为股改方案中权证的实施提供了规范依据。
2005 年 7 月 25 日	吉林敖东股改方案获得通过，成为首家以缩股方案实现全流通的上市公司。
2005 年 7 月 27 日	中捷股份成为中小企业板首家股改方案获得通过的上市公司。
2005 年 8 月 12 日	宝钢股份股改方案获得通过，成为大型中央企业中首家开始股改的上市公司。
2005 年 8 月 19 日	2 两批共 46 家试点公司完成了规定的改革试点程序，其中 45 家公司股改获得股东会议通过。
2005 年 8 月 22 日	第一支股改权证——宝钢权证在上海证券交易所挂牌上市。
2005 年 8 月 23 日	中国证监会、国资委、财政部、中国人民银行、商务部五部门联合发布《关于上市公司

时间	股权分置改革大事
	股权分置改革的指导意见》，至此股改全面推开。
2005 年 9 月 4 日	中国证监会发布《上市公司股权分置改革管理办法》，完善了相关的程序规范，明确了全面推进改革的整体政策框架。
2005 年 9 月 6 日	上海证券交易所、深圳证券交易所和中国证券登记结算有限责任公司联合发布《上市公司股权分置改革业务操作指引》，为股改的全面推行提供了操作指南。
2005 年 9 月 6 日	与股改进入全面推进阶段相适应，上海证券交易所和深圳证券交易所分别于 6 日和 9 日充实调整了各自的股权分置改革领导小组。
2005 年 9 月 8 日	国资委发布《关于上市公司股权分置改革中国有股股权管理有关问题的通知》，9 月 17 日，国资委发布《关于上市公司股权分置改革中国有股股权管理审核程序有关事项的通知》，为国有上市公司股改扫除了最后的政策阻碍。
2005 年 9 月 12 日	上海证券交易所和深圳证券交易所宣布上海汽车、民生银行等 40 家上市公司开始股改，标志着股改在经过为期 4 个月的试点后正式全面推行。
2005 年 9 月 16 日	上海证券交易所和深圳证券交易所分别发布《上市公司股权分置改革保荐工作指引》。
2005 年 9 月 20 日	为确保股改工作的顺利进行，上海证券交易所和深圳证券交易所分别发布了股改工作备忘录。
2005 年 10 月 10 日	上海永久和万科发布股改方案，成为最早进行股改的含 B 股上市公司。
2005 年 10 月 17 日	ST 农化发布股改方案，成为首家启动股改的 ST 类公司。
2005 年 10 月 17 日	鞍钢新轧发布股改方案，成为首家启动股改的 A+H 股公司。
2005 年 11 月 5 日	商务部和中国证监会联合发布《关于上市公司股权分置改革涉及外资管理有关问题的通知》。
2005 年 11 月 9 日	ST 吉纸公告股改方案，成为首家启动股改的暂停上市公司。
2005 年 11 月 21 日	中小企业板最后一家股改公司黔源电力股改方案在股东大会上表决通过。至此，中小板 50 家上市公司股权分置改革全部完成，成为我国证券市场第一个与国际市场接轨的“全流通板块”。
2006 年 2 月 10 日	宁夏恒力股改方案获得通过，成为首家成功以回购作为对价支付方式之一的上市公司。
2006 年 2 月 27 日	完成股改和进入股改程序的上市公司市值已占 A 股总市值的 53.85%，顺利完成了股改重点推进阶段的预期目标。
2006 年 3 月 19 日	国务院发布《国务院 2006 年工作要点》，要求 2006 年基本完成上市公司股改。
2006 年 3 月 23 日	G 白云机场因股改发行的认沽权证成为首只进入行权期的权证。
2006 年 3 月 23 日	G 索芙特追送对价方案履行完毕，成为第一家触发追送承诺而送股的上市公司。
2006 年 4 月 13 日	飞亚达、新华股份股改方案双双公告被否。至此，股改启动以来沪深两市被股东大会否决股改方案的公司超过 10 家。
2006 年 5 月 15 日	中国证监会发审委审议通过 G 长电以发行认股权证方式进行再融资的申请，成为股改以来首家恢复上市公司再融资的公司。
2006 年 5 月 17 日	中国证监会发布《首次公开发行股票并上市管理办法》，该办法将于 5 月 18 日起施行，标志着因股改暂停近一年的新股发行重新启动。
2006 年 6 月 19 日	G 三一限售股份解除流通限制，进入二级市场流通，成为第一只“小非”解禁的个股，改变了中国资本市场过去 16 年非流通股不上市交易的格局。至此，中国证券市场全流通正式开启。

时间	股权分置改革大事
2006 年 6 月 19 日	中工国际在深圳证券交易所上市，成为全流通体制下第一家发行上市公司，标志着我国资本市场股改取得重大阶段性胜利，同时也标志着“新老划断”迈出了最关键的一步。
2006 年 7 月 5 日	中国股市有史以来规模最大的大型蓝筹企业中国银行在上海证券交易所挂牌上市，标志着中国证券市场从前股权分置时代进入后股权分置时代。
2006 年 8 月 24 日	G 恒生公告，公司第二大股东已通过上海证券交易所出售了公司股票。这是限售股上市流通以来，第一家就限售股解禁后减持发布公告的 G 股。
2006 年 8 月 28 日	东方锅炉股改方案被流通股股东否决，成为首家股改方案被否决的中央企业。
2006 年 9 月 11 日	2005 年首家发布并通过零对价股改方案的 G 农产品，在 2006 年 9 月 5 日至 9 月 11 日的履约期内，投资者预售要约股份数为零，标志着第一家零对价股改方案成功完成。
2006 年 9 月 11 日	伟星股份部分股份限售期满。其控股股东伟星集团于 9 月 11 日至 9 月 13 日通过深圳证券交易所减持。这是股改后控股股东首次通过二级市场出售限售流通股。
2006 年 10 月 9 日	自该日起，G 股公司摘去“G”标记，恢复股改方案实施前的简称。同时，未进行股改或已进行股改但尚未实施的公司，其简称前加“S”标记。
2006 年 10 月 10 日	中国石化股改完成后复牌。至此，证券市场市值排名前 10 的公司全部完成股改。截至 9 月底，沪深两市有 1169 家公司完成股改或进入股改程序，股改公司市值超过 93%，以中国石化完成股改复牌为标志，中国 A 股市场股改基本完成。

---

内部报告 仅供参考  
版权所有 侵权必究

本报告仅代表个人意见，不代表所在单位观点。

---

地址：深圳市福田区红荔西路 203 栋  
电话：0755-83203511  
传真：0755-83203431  
邮编：518028

---