

我国股权分置改革问题探究



演讲人：陈伦

专业：2011级西方经济学

股权分置改革

- 经国务院批准，2005年4月29日，中国证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》。5月9日，交易所与中国证券登记结算公司发布了《上市公司股权分置改革试点业务操作指引》，拉开了股权分置改革的大幕。随后，三一重工、紫江企业和清华同方等被列为首批股权分置试点企业。

2005/05/11 开:18.65 高:18.65 低:18.65 收:18.65 量:3037 幅:10.03%



三一重工(600031)2005年5月9日公布股权分置改革方案, 5月11日起恢复上市

2005/05/12 开:3.06 高:3.06 低:3.06 收:3.06 量:12237 幅:10.07%



紫江企业(600210)2005年5月9日公布股权分置改革方案, 5月12日起恢复上市

2006/01/11 开:11.28 高:11.34 低:11.04 收:11.07 量:71828 幅:-1.95%



同方股份(600100)2005年12月23日公布股权分置改革方案, 2006年1月6日起恢复上市

股权分置改革

- 2005年9月经过4个月的试点期后，股权分置改革进入了全面推开阶段，上市公司有计划，分批次地进行股权分置改革。
- 据统计，截止到2007年5月，沪深两市共有1163家上市公司已完成了股改，占两市上市公司数的93.94%，股改完成市值达103787.97亿元，占总市值的95.42%，其中：深市有435家公司已完成股改，占深市上市公司总数的91.97%，沪市有728家公司已完成股改，占沪市上市公司总数的95.16%。

一、股权分置改革实施方案

- 目前我国实施的股权分置改革就是要解决长期以来我国证券市场存在的股权分置问题，解决非流通股的流通问题，使中国股市逐渐进入全流通时代，其核心就是在承认改革各方既有利益格局的前提下，赋予非流通股流通的权利，解决不同股不同权不同价的问题；股权分置改革通过上市公司非流通股股东采用适当的“对价”方式获得股票的流通权。
- 股权分置改革方案就是指非流通股股东为了获得流通权而给予流通股股东一定补偿的方案。

(1) “对价”的涵义

- “对价”是指当事双方为达成双向协定，其中的一方为取得另一方对己方的要约承诺，向对方让渡的利益代价(或者己方做出的某项承诺)，亦可以视为利益占优的一方为达成一项目的而给处于利益受到损失的弱势方进行的一种补偿。
- “对价”在股权分置改革之中，主要是基于非流通股股东为了取得自己股份的流通权，而向流通股股东支付的赔偿以及做出的承诺。这也说明了，它改变了长期以来非流通股股东一直不承认流通股股东利益受到损失的事实，从而不愿意进行补偿。如今，非流通股股东承认了这个事实，这就使得“保护流通股股东利益”的承诺真正得到了落实。

(2) “对价”计算的三个模型

- 从2005年5月进行试点并很快就完成的第一、二批股权分置改革的上市公司的实践来看，非流通股股东向流通股股东支付“对价”的过程中，其“对价”的计算基础主要根据三个理论模型：总市值不变法、未来流通市值不变法、流通股溢价历史追溯法。

1.总市值不变法

- “总市值不变法”的设计原则是：某一上市公司的股权分置改革完成之后，上市公司的总价值与股改前相比保持不变，流通股股东持股价值不受损失，而要达到这个目的，非流通股股东就要在股权份额方面作一些让步，以对流通股股东进行补偿，以弥补股价下跌所造成的流通股股价的损失，补偿额是以使改革前后的总市值保持不变为标准。

2.未来流通市值不变法

- “未来流通市值不变法”的设计宗旨与“总市值不变法”相同，即总的指导原则是使流通股股东的持股价值在方案实施前后不受损失，其依据是流通股股东的利益表现为流通市值在股改前后不应损失。这个方法符合在股权分置改革中要重点保护社会公众投资者权益的基本原则，但是有两个难点，其一，流通市值是一个随时间的变量，取股改收市前一天，还是或长或短的区间就会很不相同，这里有很大的人为因素。其二，股改后的原流通股市值取决于新的市场价格，这是事先很难预算的。

3.流通股溢价成本追溯法

- 该方法按首次公开发行股份(IPO)时的超额市盈率计算对价,即将企业IPO发行市盈率与国外成熟市场IPO发行市盈率进行比较,确定发行时流通股股东支付的超额市盈率倍数,进而确定“对价”。采用这种方法的依据是公司在股权分置条件下,发行上市时的市盈率超过了真正市场化环境中的合理市盈率,因此,用模拟市场化发行的方式把高于合理市盈率的超额溢价部分返还给流通股股东。这种方法一般适用于一些上市时间不太长、发行市盈率偏高的公司。采用这种方法也有其局限性,主要表现为:一方面,发行市盈率的高低,在很大程度上受一定时点的市场状况制约,在一定意义上,没有脱离特定时间的“合理市盈率”,因此,事后模拟的全流通发行价不能不带有很大的假想和随意性。另一方面,我国的股票发行在大多数情况下,是被监管部门用计划市盈率(一般为15~20倍)人为控制的。

(3) “对价”的支付方式

- 根据部分已实施股权分置改革和正在实施股改的上市公司对外公布的方案看，非流通股股东向流通股股东支付“对价”的方式大致有以下几种：送股模式、转增模式、派现模式、缩股模式、权证模式以及其他模式。

1.送股模式

- 送股是指非流通股股东将自己持有的非流通股中的一部分派送给流通股股东，以此换取其剩余部分股权的流通性。这种方式不会改变股份总额，不涉及股本的稀释，对上市公司各项财务指标不产生影响，而且流通股股东所得非常直观。采用该方式的上市公司，按流通股股东或派股数为基准进行除权。
- “送股”这种方式已成为股权分置改革中，对价支付方式的主流。统计数据表明，在股改过程中，选择送股计划的共有760家，接近已经披露股改方案公司的87.55%。
- 例如：[“紫江企业”股权分置改革实施方案](#)

2.转增模式

- 转增模式不同于送股模式，主要是上市公司利用公积金转增股本，然后非流通股东放弃权利或将所得股份转赠给流通股东，来换取其所持股权的流通权。这种方式使上市公司股份总额增多，是以股本扩张为代价的，因此采用该模式的上市公司，在进行股改后，业绩会因为股本的扩大而受到稀释。统计数据表明，对价方案包含资本公积金转增计划的共有84家公司，其中选择单纯资本公积金转增的有50家，“资本公积金转增+送股”的有28家。
- 例如：[“云南城投”股权分置改革实施公告](#)

3.派现模式

- 派现模式是指在股权分置改革中，非流通股股东向流通股股东支付现金，以此来换取其所持股份的流通权。具体有两种方式，一种是非流通股股东自己向流通股股东支付现金，另一种是由上市公司向全体股东派现，非流通股股东将其在本次派现过程中所获现金支付给流通股股东。派现模式与送股模式类似，而且财政部对股权分置改革中产生的现金支付免征所得税。采用派现模式不会改变流通股股东的持股比例，对股权分置改革前后的证券市场价格没有太大的影响，但会导致上市公司现金流量的减少，造成一定的财务压力。目前采用纯派现模式方案的公司很少，从已实施的对价方案看，派现模式通常是作为一种辅助手段与其他对价方式结合使用。
- 例如：[“三一重工”股权分置改革实施方案](#)

4.缩股模式

- 缩股模式是指股权分置改革后，上市公司的非流通股股东均按同一比例缩小其所持股份，从而取得缩股后其所持股份的流通权。缩股后，被缩股份将被注销，上市公司的注册资本将相应减少。缩股模式涉及到公司注册资本的减少，需要履行一系列变更手续和相应的会计科目调整，法律程序较为复杂，周期也相对较长。另外，公司注册资本金的减少不利于保护公司债权人的利益。缩股模式对流通股股东的持股数量没有任何影响，只改变非流通股在总股本中的比例，流通股股东虽没有得到直接的实际补偿，但他们的预期收益在于希望通过缩股，使公司的财务质量相应提高，并提升公司的整体投资价值，一般缩股以后，流通股股东的股份会由于每股所含的权益增厚了而导致价格相应上升。

缩股模式举例

- 2005年6月24日，吉林敖东（000623）公布了股改方案，成为第二批42家试点企业中率先披露方案的公司。方案的大致内容为：1.公司全体非流通股股东以其持有的非流通股份按照1：0.6074的缩股比例进行缩股，从而获得所持股份的流通权，缩股后非流通股股东所持股份转换为流通股；2、吉林敖东向全体股东每10股派现金1.07元，非流通股股东将其应得股利全部支付给流通股股东，流通股股东因此得到现金补偿合计为每10股2元(含税)。

缩股模式举例

- 吉林敖东的缩股方案会导致两个结果：实施缩股前，非流通股股东持有16255.2万股公司股份，按照1：0.6074的缩股比例缩减为9873.4085万股后，再加上原流通股数量为18794.49万股，公司总股本变为28667.8985万股（公司注册资本由35,049.69万元变为28,667.8985万元，公司总资产、净资产不因缩股产生任何变化），非流通股的比例将由原来的46.38%降为34.44%，而流通股比例则将由53.62%上升到65.56%。公司中流通股股东权益增加。股票在6月27日恢复交易后，由停牌前的5.90元/股上升到6.49元/股，涨幅10%。

2007/05/14 开:116.90 高:128.38 低:113.88 收:128.38 量:16.45万 幅:10.00%



2007/05/11 开:108.00 高:116.71 低:102.00 收:116.71 量:19.12万 幅:10.00%



缩股模式举例

- 2005年7月7日晚，吉林敖东发布《股权分置改革方案说明书的更正公告》称，为更好地保障流通股股东权益，公司董事会决定修改原对价方案，在缩股比例不变的前提下，将派现金额翻一番，改为每10股派现4元（含税）。7月8日，公司的股票出现了逆市上扬的走势，虽然涨幅仅为0.818%，但与市场1.98%的跌幅形成明显反差。

5.权证模式

- 权证，是指基础证券发行人或其以外的第三人发行的，约定持有人在一定期间内或特定到期日，有权按约定价格向发行人购买或出售标的证券，或以现金结算方式收取结算差价的有价证券，它是一种规避风险的衍生金融工具。采用权证模式的时候，当流通股价格在某一时点低于预设值时，权证持有者可以从发行者那里获得市价与预设值差额的补偿。不过与其他几种方式相比而言，权证模式比较复杂，实施难度较大。它通常是作为一种辅助手段与其他对价方式结合使用。

6.其他模式

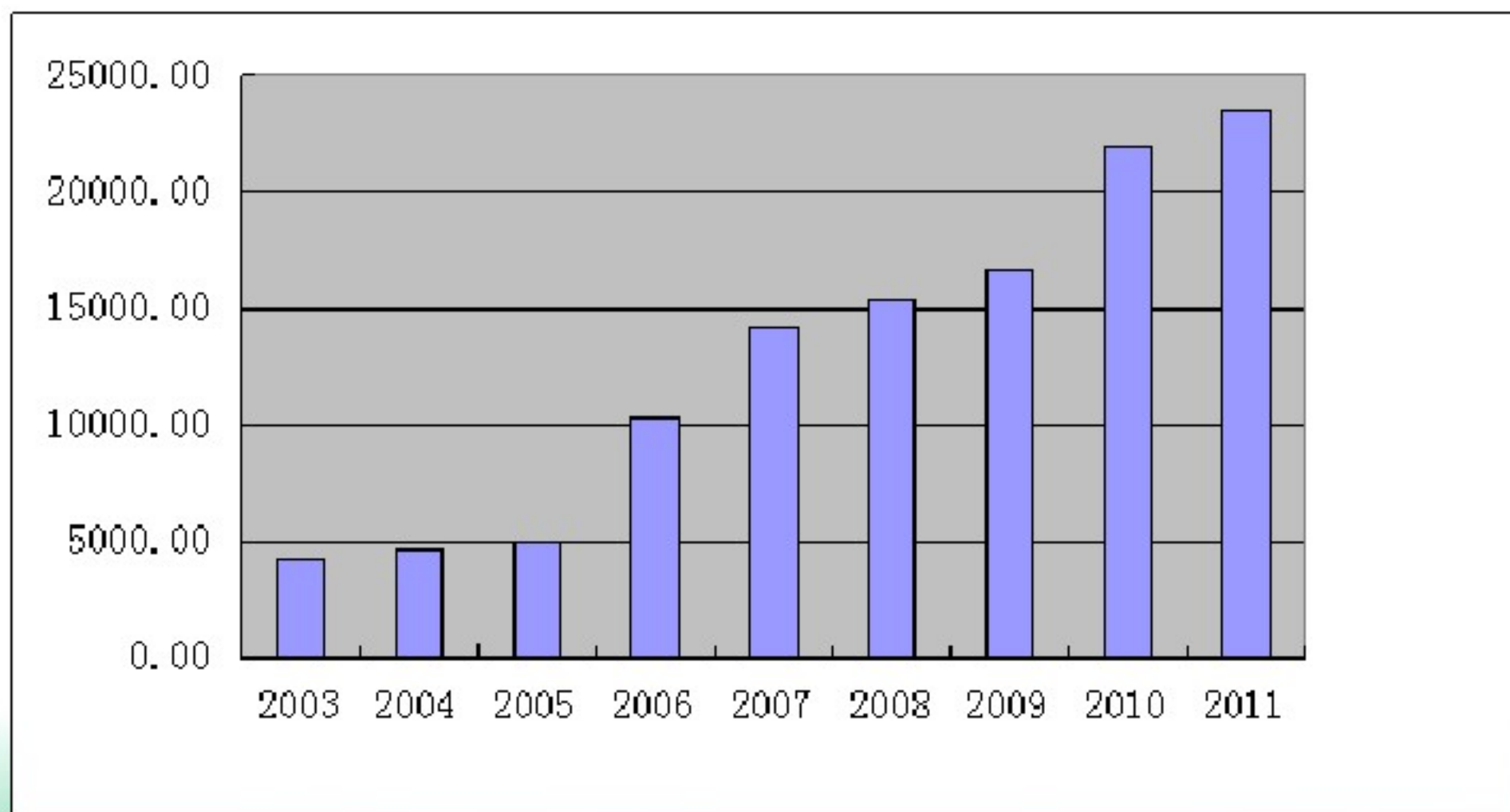
- 在股权分置改革方案中作为一种辅助手段与其他对价方式结合运用的模式，还包括资产重组、资产转换、注入优质资产、固定价格回购、以股抵债以及一些其他承诺等。

二、股权分置改革的影响

- 股权分置改革的影响分为对股市的影响和对股东的影响。

（一）股权分置改革对股市的影响（以上海证券交易所为例）

- 首先，对融资功能的影响。
- 1.股权分置改革前后A股股本年发行量比较
- 图2.1上海证券交易所2003~2011年A股股本发行量（亿股）



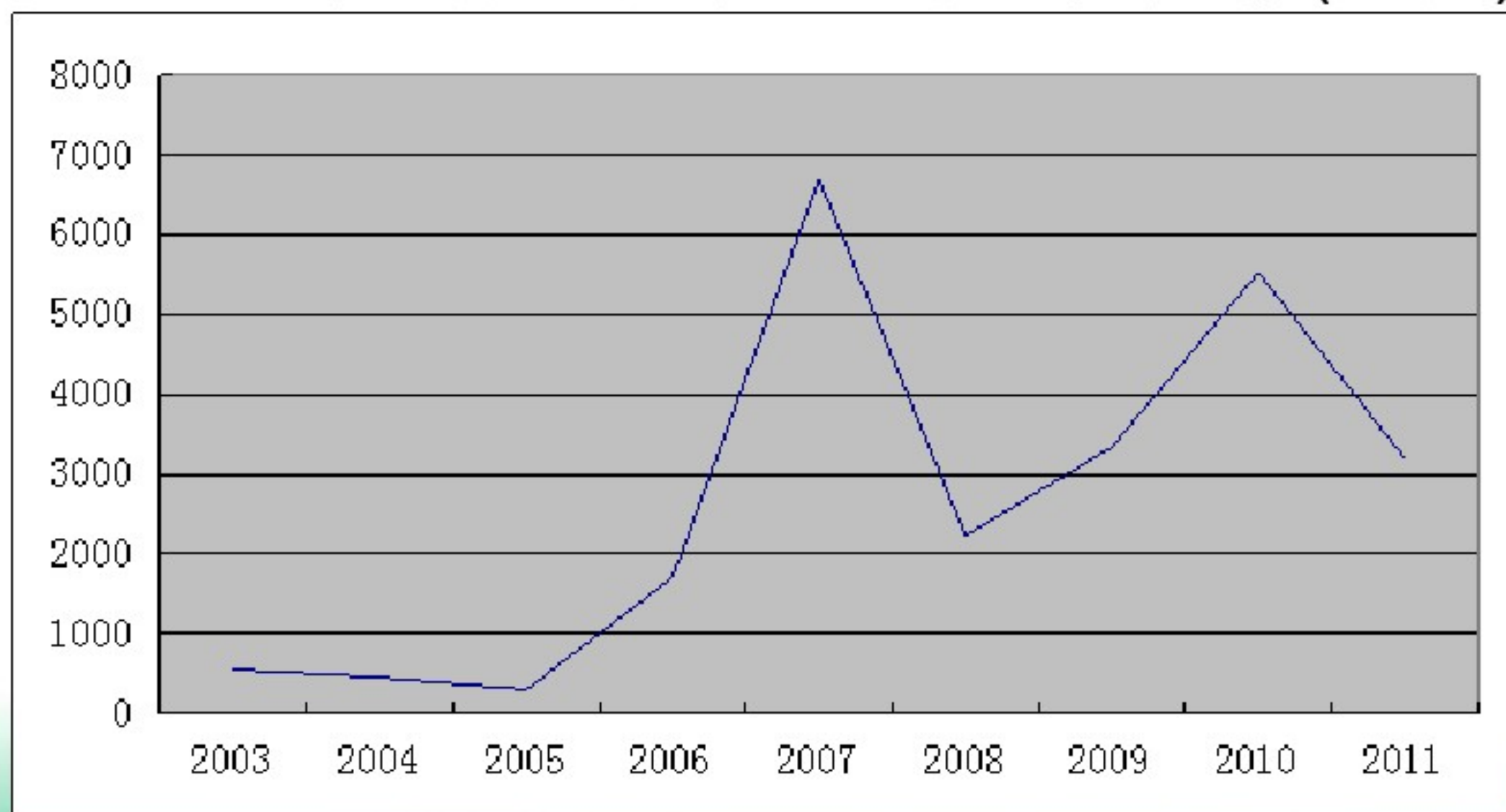
数据来源：上海证券交易所年鉴

（一）股权分置改革对股市的影响（以上海证券交易所为例）

- 从图2.1中可以看出，在股权分置改革前的2003和2004年，以及2005年开始改革，上海证券交易所A股股本年发行量分别为4170.39亿股、4700.55亿股和5023.05亿股，企业融资规模较小；在对股权分置这一制度性缺陷进行改革后，至2011年A股股本年发行总数为23466.65亿股，大约是是股权分置改革前2004年的5.62倍，股市融资规模得到提高。

（一）股权分置改革对股市的影响（以上海证券交易所为例）

- 2.股权分置改革前后股市融资额比较
- 图2.2上海证券交易所A股市场融资额(亿元)



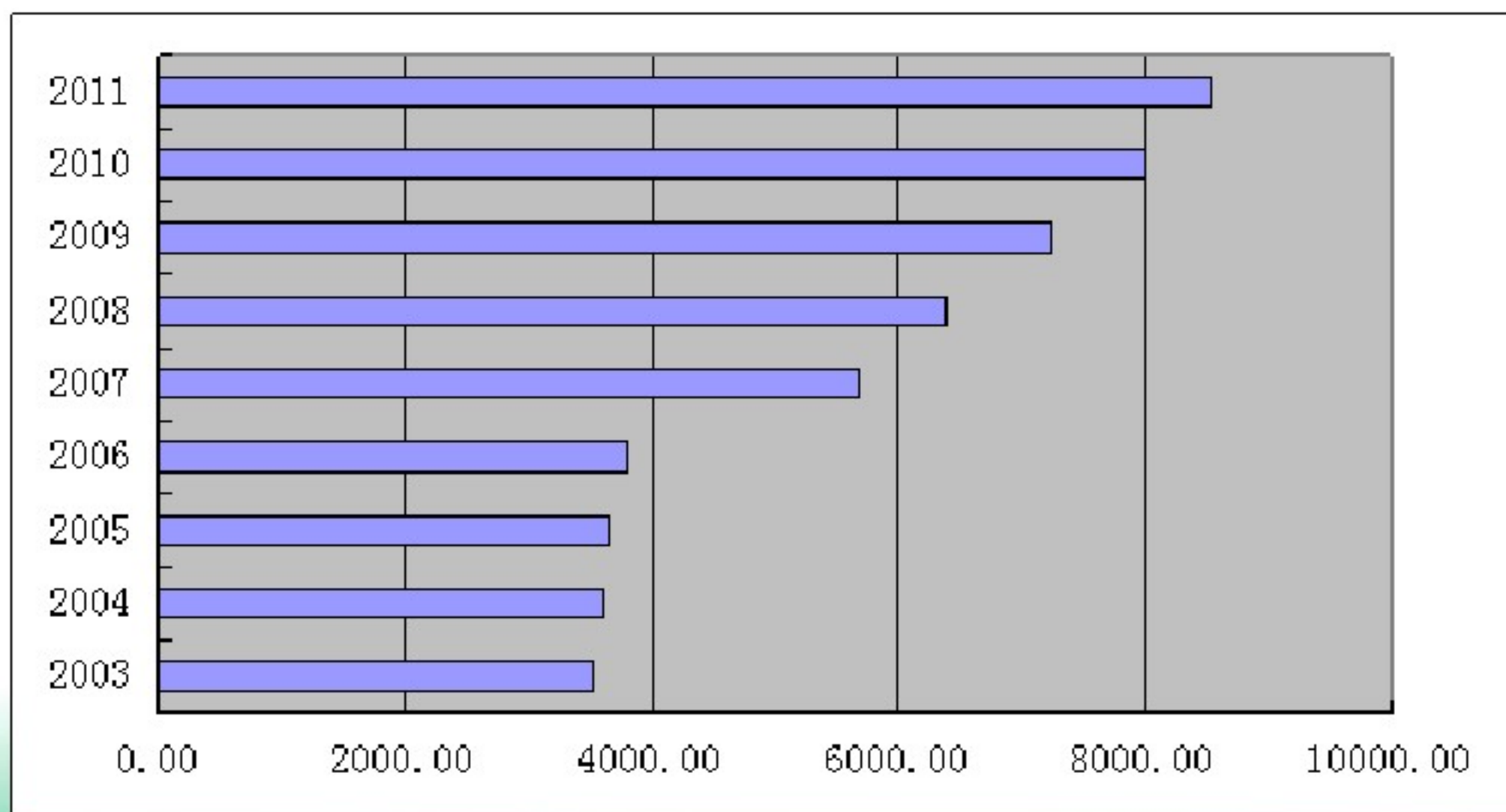
数据来源：上海证券交易所年鉴

（一）股权分置改革对股市的影响（以上海证券交易所为例）

- 股票市场的融资额直接体现了股票市场的融资功能，在股权分置改革前我国股票市场的融资额不但没有随着经济增长而提升，反而呈逐年下降，融资规模一度处于低位，至2004年，A股市场的年融资总额仅为456.9亿元，2005年由于开展股权分置改革，A股融资额出现短暂下降，但随后的2006年，融资额大幅提升，2007年在股市走强的环境下，A股融资出现了井喷现象，年融资总额达到6701.33亿元的历史最高位。从A股融资额的角度看，股票市场的融资功能在股权分置改革后已得到显著改善。

（一）股权分置改革对股市的影响（以上海证券交易所为例）

- 3. 股权分置改革前后投资者投资意愿的比较
- 图2.3 上海证券交易所A股开户数(万户)



数据来源：上海证券交易所年鉴

（一）股权分置改革对股市的影响（以上海证券交易所为例）

- 股票市场能否有效发挥融资功能，投资者的意愿起着很重要的作用。如果投资者对股票市场的制度、效率或者其他方面感到不满，就会降低自己的投资甚至注销自己在证券公司开立的账户。图2.3表明，股权分置改革前上海证券交易所2004年开户数3603.72万户仅为股改后2011年8550.85万户的42.14%，从中可以看出股改前市场的潜在投资者很多，股票市场的融资效率并没有完全体现出来。股改后的2005年至2011年的开户数年增长率明显高于2003至2004年，投资者开户数的增加说明投资对股市的信心在不断增强。

（一）股权分置改革对股市的影响（以上海证券交易所为例）

- 虽然该指标也会受到股市行情的影响，但即使剔除2006年至2007年这段牛市阶段，我们仍然可以发现在随后的年份中，投资者的开户数依然在增加，并没有随着牛市的远去而出现一路下降的趋势。
- 股权分置改革结束了流通股股东与非流通股股东利益不一致的现象，同时也结束了在我国股票市场特有的同股不同权不同价的历史，投资者不再像股改前那么抵触股票市场的投资。此外，大股东也将更关注二级市场中股票的价格和上市企业的经营业绩，中小股东对市场的投资前景也更有信心，股市融资功能得到更好发挥。

（一）股权分置改革对股市的影响（以上海证券交易所为例）

- 其次，对资源配置功能的影响。
- 股票市场的资源配置功能是指在股票市场上，投资者追求超额收益的行为会导致不同行业、不同公司股票价格的变动，从而引导资金向使用效率更高的上市公司流动。
- 根据有效市场论的观点，股价只有充分反应了所有上市公司的信息，股票市场的效率才达到最高。股权分置改革改变了流通股股东与非流通股股东利益不一致的局面，大股东侵占小股东利益的行为减少，市场信息的传导受到非市场因素的干扰降低，股市能较好地按市场信息优化配置。此外，政府部门在股改后出台的一系列市场化的并购重组政策，为股市资源配置功能的发挥提供制度上的保障。数据表明，股权分置改革前两年内，上市公司资产收购兼并等交易情况共发生2323次，交易金额2533亿元，股权分置改革开始实施后的两年内，发生2453次，交易金额7629亿元，股权分置改革后上市公司资产整合规模在加大，资源配置功能在加强。

（一）股权分置改革对股市的影响（以上海证券交易所为例）

- 最后，股权分置改革不仅可以为资本市场功能的全面发挥创造条件，而且还能从根本上推动证券市场的变革，有专家预言，启动股权分置改革不仅是中国股市转折的开始，也是股市真正市场化的开始，促进我国资本市场与国际接轨。

（二）股权分置改革对股东的影响

- 在股权分置时代，上市公司的优先融资方式是通过股票市场，这与西方经典的融资顺序理论相违背。按照啄食顺序理论，股权融资应该是上市公司最后的选择。在股权分置改革完成后，原先处于控制地位的非流通股股东由于担心自己地位的下降，被机构投资者取代而减弱其对公司治理产生的影响，在公司进行融资时会考虑采用其他方式。非流通股股东这种大股东融资行为的转变，使上市公司逐步回归到遵循啄食顺序理论的融资顺序，减少在股票市场上高溢价融资行为。融资行为的转变迫使大股东更多关注公司的经营业绩，提升公司的价值，而不是靠高价融资后通过协议转让股权变相侵吞公司财产。

（二）股权分置改革对股东的影响

- 在股权分置时代，非流通股股东的股份不能通过市场体现价值，因而较少关心股价，流通股股东和非流通股股东之间存在利益冲突。由于非流通股的绝对控股地位，管理层多是控股股东指派的，所以管理层作为其代理人，考核体系的主要指标是看管理层为控股股东谋取利益的程度。作为控股股东的非流通股股东所追求的是尽快收回自己的投资成本，获取投资回报的短期利益，对公司的长期发展关注较少。股权分置改革后，由于疏通了非流通股股东的正常利益回报途径，原非流通股股东与流通股股东之间的利益趋于一致，股东价值最大化与上市公司价值最大化一致，公司的市值主要取决于公司的经营绩效，具有良好成长性的公司，其股票会受到投资者的热捧，所以这时管理层会更为关注公司的长期发展。

谢谢观赏

祝大家“中秋”“国庆”快乐！