

# 证券市场进入发展新时期

——专家作客中证网畅谈股权分置改革试点启动

□记者 葛春晖

股权分置改革试点的启动引发了各界的广泛关注与讨论。昨天,中证网“财经对话”栏目请来数位业内专家,就此各抒己见,与网友进行了热烈而深入的交流。

## 道路曲折 前景光明

上海睿信投资管理有限公司董事长李振宁认为,解决股权分置从制度上为中国股市走好创造了条件,但要真正使中国股市由熊转牛,还需要使股权分置改革真正形成规模,并且在鼓励资金入市的政策、搞活股市的政策等方面提供一定的配合。他估计,如果市场继续走低,管理层也许会再出利好刺激。

方案出台后,有的人看到的是机会,但也有人悲观地认为会导致股市新一轮下跌。中国证券业协会分析师委员会副主任委员张长虹对此的看法是,解决股权分置不是简单的利好或利空,问题的关键是能否使流通股东向非流通股出售流通权的同时,通过补偿降低自己的

持股成本,而实际上达到股价不跌的目的。他说,股权分置改革的具体操作难度较大,适时地完善股权分置的解决流程以及提出有明确预期的解决方案非常重要。

有些投资者提出新股发行仍然采用现有办法与股权分置改革试点相矛盾的问题,光大保德信基金管理有限公司董事长林昌认为,现在发新股就全流通从理论上说是完全可行的,而且各方的争议会很少,之所以不这样做,是为了避免将现有股市的重心进一步下拉。不过他称,假设在可预计的将来(比如说一年后)实行“新老划断”,新股发行增加的存量并不会太多。

### 试点公司如何选择

东方证券股份有限公司副总裁桂水发从保荐机构的角度谈到,选取试点公司要看解决股权分置问题后公司能否持续发展。他说,目前市场上已有好几家全流通的公司,但有的已经是ST了,从长远角度看,还是要注重公司的治理结构是否完善,决策机制是否完备。

谈到试点公司的选取,招商证券股份有限公司研发中心总经理程国发认为,大型国有上市公司的试点方案对市场更有影响和指导意义,如果将中石化、武钢、宝钢、长电公司作为试点,对市场的示范效应将更大。

“新老划断日,股市转折时”,中信证券股份有限公司研究总监房庆利胸有成竹地断言。他说,股权分置试点成功最重要的两点就是要看试点公司的代表性和试点方案的可复制性。而从目前看,本次股权分置试点公司代表性较差,股权分置试点仅仅对试点公司是一次性的实质性利好,但对全市场而言,试点公司代表性不够反而会引发市场对A股含权看法的混乱,使投资者产生担心。

### 全面开始股权分置改革的时机

全面开始股权分置改革的时机是人们普遍最为关注的问题之一。对此,专家们纷纷发表了自己的看法。李振宁认为,股权分置改革试点的关键在于能否通过协商找到两类股东均满意的解决方案。他说,如果推出三五十家

试点就足以使投资者产生含权预期,在此基础上实行新股全流通发行;同时,还可以把股权分置改革作为一种日常工作全面铺开,在两个交易所层次进行。他认为试点过程不会很长,至多不超过半年。

房庆利则认为,股权分置改革试点启动以后,第一家推出的新股就不应该再有流通股与非流通股之分,现在已经是新老划断的时期。但他强调,并非一定要马上采用全流通方式发行新股,此前还需营造一个稳定和活跃的市场环境。

张长虹认为,在现有的方案下,新股全流通发行将是一个漫长的过程,如果在现有1300家公司还不能实现相当比例全流通的情况下,实行新股全流通发行对现有的股价结构产生很大的冲击,所以新股全流通发行不应立即实施。林昌认为,试点不应该按固定速度进行下去。他预计,在某一个试点方案经实践得到较多的认同后,股权分置的改革会突然提速,剩下的公司也许可以选择一种方案全部解决。

(对话全文见中证网 [www.cs.com.cn](http://www.cs.com.cn))

## 市场转折的信号

庄家炒作的天堂,对外开放和大股东可流通的市场预期本身就是遏制庄家操纵最有效的力量。

股权分置改革试点引起争论的另一点是新老划断问题。公平地说,新老划断,即首次公开发行的公司发行的股票不再区分上市和暂不流通的股份,是股权分置改革中不可回避的一个问题。证监会负责人直面这个问题,并认识到新股的全可流通发行不可一蹴而就,需要具备一定的市场条件和相对稳定的定价环境,并通过改革试点创造条件加以解决,应当说态度是积极和慎重的,值得肯定和欢迎。

至于改革时机的选择问题,有人说熊市是股权分置改革最好的时候,但是牛市时人们会热衷于股权分置改革吗?我曾经把股权分置比喻为中国经济的一个癌症,癌细胞本来当然是切除的越早越好。但问题是早期它往往没被发现,或少数人发现了,多数人没看到,或看到了也没觉得是个多大问题,而动手术则是要付出代价和冒风险的,这时自然也就下不了决心。从这个意义上来说,有共识的时候才是最好的时机,最现实的时机。其实大家知道,即使是今天下决心解决,也是决策层果断拍板、排除杂音的结果。

总之,股权分置改革试点以稳定证券市场和保护投资者特别是公众投资者利益为出发点,在集中于少数人手中的上市公司,交易所在股东大会结束后可以酌情延长停牌时间,敦请社会公众投资者投票,当广大中小投资者看到由于他们不积极参与而导致股票不能及时复牌,自己不能进行买卖和交易时,越来越多的人自然会去投票。

总之,投票率问题是分类表决的一个难点,但不是死穴,是可以通过各种技术、激励或敦促的办法加以提高和完善的。另外,为了防止非流通股恢复流通后的抛售对市场造成冲击,试点通知明确规定了有关的限制条款,即取得流通权的非流通股在第一年不得流通,在第二、第三年也是有限制的流通。这个规定对保障股权分置改革的平稳进行具有重要意义,体现了管理层保持市场稳定和保护社会公众投资者的苦心,也受到了各方面的好评。

但也有认为,非流通股在第一年不能流通的规定会提供庄家炒作的空间。这个批评恐怕不能成立。因为即使在国际的规范市场上,

公司上市后大股东也有锁定期,即在一定期限(如一年)内不能流通,从来没有在此期间就造成什

么严重的庄家炒作操纵问题。实际上,中国证券

市场的发展历史说明,股权分置、市场封闭才是

数为算,不规定最低投票率。而在通过率问题上,

试点通知采取了较高的门槛,即不是要求简单多

数,而是要求三分之二的绝对多数。下面我们将

看到,这样高的要求其实是有相当风险的。因

此,综合起来看,试点通知的规定考虑的还是比

较全面和平衡的。有人建议应当设立20%或30%

的最低投票率,其实这种建议恐怕具有更大的主

观随意性。因为我们知道,在各类经济或社会组

织的投票中,或者对到会率或投票率不作规定,

或者规定全体的半数为法定有效人数或票数,而

从来没有随意选择其它百分比作为最低法定投

票率,这绝不是偶然的。

那么,股权分置改革对社会公众投资者的保

护体现在何处?确实,试点通知没有直接提到

A股含权和补偿,我们可以认为这是政策的谨

慎或缺憾。因为任何含权和补偿的明确提法,都

会引出含权多少和如何补偿等更为复杂的问题。

但实际上应当看到,分类表决程序的确立并

应用于非流通股恢复流通权本身就是以A股含

权和折让为隐性前提的。因为如果A股不含权,

非流通股不必对流通股作相应补偿或折让,那

么,监管部门只要分批地安排非流通股股

份进行,根本没有解决股权分置和引入分类表

决的必要。当然,用严格的经济学语言来说,

分类表决赋予流通股股东的否决权,还只是A

股含权的弱假定。正因为如此,我们下面将要指

出,要在股权分置改革的整个进程中,都能切实

保护公众投资者利益,而不仅仅是少数适合试

点的企业炒作获利,监管部门还需要有跟进的

措施和步骤。

现在,对股权分置改革试点通知的质疑和批

评主要集中在投票率问题上,认为没有规定最低

投票率是试点通知的一大漏洞或弊病。其实,投

票率问题,如我最初分析的,是分类表决制的一

个软肋而不是通知的失误。投票率低,是我们引

入分类表决,要求习惯于用脚投票的中小股东改

为用手投票带来的。在这里人们面临的是一个两

难的抉择:不规定投票率,确有可能出现投票率

过低,少数人决定多数人命运的问题;投票率规

定的越高,越有代表性,越不可能被操纵,但不

足法定投票率因而提案不被通过的可能性也越

高。试点通知在这个问题上采取了比较平衡的办

法,没有规定最低投票率。这一点是遵从国际惯

例的。因为全世界股市的上市公司投票,考虑到

小股东投票的实际困难和偏好,通常都以到会票

数为算,不规定最低投票率。而在通过率问题上,

试点通知采取了较高的门槛,即不是要求简单多

数,而是要求三分之二的绝对多数。下面我们将

看到,这样高的要求其实是有相当风险的。因

此,综合起来看,试点通知的规定考虑的还是比

较全面和平衡的。有人建议应当设立20%或30%

的最低投票率,其实这种建议恐怕具有更大的主

观随意性。因为我们知道,在各类经济或社会组

织的投票中,或者对到会率或投票率不作规定,

或者规定全体的半数为法定有效人数或票数,而

从来没有随意选择其它百分比作为最低法定投

票率,这绝不是偶然的。

那么,股权分置改革对社会公众投资者的保

护体现在何处?确实,试点通知没有直接提到

A股含权和补偿,我们可以认为这是政策的谨

慎或缺憾。因为任何含权和补偿的明确提法,都

会引出含权多少和如何补偿等更为复杂的问题。

但实际上应当看到,分类表决程序的确立并

应用于非流通股恢复流通权本身就是以A股含

权和折让为隐性前提的。因为如果A股不含权,

非流通股不必对流通股作相应补偿或折让,那

么,监管部门只要分批地安排非流通股股

份进行,根本没有解决股权分置和引入分类表

决的必要。当然,用严格的经济学语言来说,

分类表决赋予流通股股东的否决权,还只是A

股含权的弱假定。正因为如此,我们下面将要指

出,要在股权分置改革的整个进程中,都能切实

保护公众投资者利益,而不仅仅是少数适合试

点的企业炒作获利,监管部门还需要有跟进的

措施和步骤。

现在,对股权分置改革试点通知的质疑和批

评主要集中在投票率问题上,认为没有规定最低

投票率是试点通知的一大漏洞或弊病。其实,投

票率问题,如我最初分析的,是分类表决制的一

个软肋而不是通知的失误。投票率低,是我们引

入分类表决,要求习惯于用脚投票的中小股东改

为用手投票带来的。在这里人们面临的是一个两

难的抉择:不规定投票率,确有可能出现投票率

过低,少数人决定多数人命运的问题;投票率规

定的越高,越有代表性,越不可能被操纵,但不

足法定投票率因而提案不被通过的可能性也越

高。试点通知在这个问题上采取了比较平衡的办

法,没有规定最低投票率。这一点是遵从国际惯

例的。因为全世界股市的上市公司投票,考虑到

小股东投票的实际困难和偏好,通常都以到会票

数为算,不规定最低投票率。而在通过率问题上,

试点通知采取了较高的门槛,即不是要求简单多

数,而是要求三分之二的绝对多数。下面我们将

看到,这样高的要求其实是有相当风险的。因

此,综合起来看,试点通知的规定考虑的还是比

较全面和平衡的。有人建议应当设立20%或30%

的最低投票率,其实这种建议恐怕具有更大的主

观随意性。因为我们知道,在各类经济或社会组

织的投票中,或者对到会率或投票率不作规定,

或者规定全体的半数为法定有效人数或票数,而

从来没有随意选择其它百分比作为最低法定投

票率,这绝不是偶然的。

那么,股权分置改革对社会公众投资者的保

护体现在何处?确实,试点通知没有直接提到

A股含权和补偿,我们可以认为这是政策的谨

慎或缺憾。因为任何含权和补偿的明确提法,都

会引出含权多少和如何补偿等更为复杂的问题。

但实际上应当看到,分类表决程序的确立并