全流通、减持与产权代理

——股权分置改革后中国股票市场的前景与对策分析

潘 席 龙

(西南财经大学中国金融研究中心 610074)

摘要 六部委联合发布的《关于上市公司股权分置改革的指导意见》中，对股权分置改革的目标确定为针对 A 股中非流通股获得流通权的改革，但同时又指出解决 B 股和 H 股的分置问题也属于分置改革内容。前后的表述不一致、也不统一。本文提出了股权分置改革的本质是要做到真正的“同股同权”，并认为股权分置中的股权，是一种包括流通权、知情权、监督权、表决权等多项产权束。只有在全部的股东间，整束的产权权利都平等化后，股权分置改革才算达到了目标。通过对本次股权分置改革的突破之处的讨论，以及对当前主要方案的评述，大胆地对本次股权分置改革可能取得的成果和遗留的问题作了预测，并有针对性地提出了应对策略。

关键词：股权分置、全流通、减持、国有股权行政代理

当前的股权分置改革，正在全面推进之中。有关文件中对本次股权分置改革基本目标的阐述，存在许多矛盾和不清楚的地方。本文对这些矛盾之处进行了分析和讨论，同时，通过对本次改革的基本目标的重新定位分析及对本次股权分置改革主要方案的比较后，本文进一步对本次股权分置改革将可能取得的成果及可能会遗留的问题进行了分析和预测，并针对多种可能的结果，提出了相应的应对措施。

一、减持、全流通和股权分置改革的区别与联系

在讨论当前股市改革问题时，股权分置、全流通和国有股减持三个概念有时被混用，为了避免不必要的歧义，这里将本文中用到这三个概念的含义简要作个说明。在本文中，“国有股减持”指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；“全流通”的含义则是使不可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。关于“股权分置”，《关于上市公司股权分置改革的指导意见》中，被定义为“指 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，这是我国经济体制转轨过程中形成的特殊问题。”这一定义，显然更接近于全流通。笔者的意见是，这一定义既不准确、也不科学。因为，就在同一个《意见》中，又提到“股权分置改革是解决 A 股市场相关股东之间的利益平衡问题，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。”如果严格按照前面局限于 A 股的定义，则后面的部分不应包括在内。笔者认为，在后一段引述的内容中，提出的“股权分置改革是解决 A 股市场相关股东之间的利益平衡问题”中，提到的“利益平衡”才是股权分置改革的本质含义，而对于股份间的利益平衡，其最简要的表述，就是要实现同股同权。

由于股权的概念本质上是产权的含义，是一束与股东权利和义务对应的产权集合。所以，股权分置，也可理解产权上的相异。股权分置改革，本质上，就是要使不同股份间能真正做到同股同权。流通权，属于股权中的一种。股权分置改革，至少应包括使不同的股份在流通权上平等，但不限于此。也就是说，即使国有股获得了流通权，实现了“全流通”，并不意味着股权分置改革就成功了。因为，股权除了流通权，还至少应该包括管理参与权、表决权、

监督权、配股优先权、分配权或受益权等多项产权权利。所以，从真正意义上讲，股权分置改革，除了要解决全流通问题外，还应建立起确保上述各项产权权利能在不同股东间平等实现的机制，才算真正解决了股权分置问题。

虽然股权分置与国有股减持之间确实存在显著差异，二者也的确相互关联。国有股的减持可能需要流通的方式，但也可能不通过二级市场流通完成，例如协议转让；如果国有股获得流通权，将能更便利地、随时在二级市场“减持”或“增持”。同样，获得流通权的国有股，不一定就需要减持，但需要减持时，就可以随时在二级市场交易完成。同时，获得流通权后，国有股之间进行重组或融合、国有股与非国有股之间进行重组都将更加便利。

二、股权分置改革的基本目标

中国股市存在的问题，按张卫星（2005）的分析，可以归纳为5个方面，一是政府管理层的问题，即政府设立股市的目标问题；二是股市微观层面的“股权分裂”问题；三是宏观上缺乏多层次股市的问题；四是整体游戏规则扭曲的问题；五是公司治理和现代企业制度建设问题。不过，张卫星提到的5个方面，不全是属于股权分置改革所要、所能解决的，比如政府管理层问题、多层次股市及游戏规则扭曲，都不全属于股权分置改革的内容，因这几个问题更多的是政治决策或法制问题，而不是因为股权权利不同造成的。

既然前面将股权分置细分为流通权等几个方面的产权权利，股权分置改革的目标也就至少应当包括上述几个方面的内容，即：全流通、同等经济责任、同等分配权、同等表决或决策参与权、同等监督权等。

其中，全流通是当前改革的重点，也是几项改革中最容易改的一环，一定程度上也是其他几项改革的前提和基础。按现在试典的情况来看，真正要做到全流通，可能需要三年左右的时间，因为绝大多数的企业都承诺、而且证监会也规定，国有股在获得流通权后，前一年、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。即使这样，由于许多公司还对公众股东承诺了最低价保护等期权权利，当这些期权权利存在的时候，即使国有股能够流通，也还没真正做到同股同权的“全流通”。

虽然全流通很基础，但并不一定是最重要的一环；相反，同等经济责任方面的改革，才是最核心、最重要的。前面提到的多位学者在分析中国股市问题的时候，都提到国有股“一股独大”的问题，并认为这是当前中国股市众多问题中最重要、最严重的病根。然而，科斯第一、二定理，早就讨论过，只要经济环境好，交易成本足够低，产权的初始配置与效率之间没有关系。正如前面分析过的，成人比孩子的力量大，但并不一定导致成人欺负孩子的结果，一股独大与股市效率之间在理论上并无必然联系。相反，经济环境不够好，特别是交易成本过高、信息严重不对称等，才是导致股市效率低、不能真正成为经济晴雨表的直接原因。至于环境方面的因素，如法制不健全、行政效率低下等，不是本文讨论的重点，且不赘述。交易成本过高、信息严重不对称问题上，最根本的原因又在于国有产权的主体缺位，而不得不使用“全民——人民代表大会——中央政府——国资委——代理人”的5级代理制。至于全民、人民代表大会及全国性的国资委的运作效率究竟有多高，大家是有目共睹的，即使我们无法量化这些效率，市场本身已经回答了这个问题。全流通改革虽然可为下一步的国有股减持创造一个更好的市场条件，即国有股可以在市场上冠冕堂皇地转让，而且可以按所谓的市场价格进行“平价”转让。但减持，也只能改变企业的股权结构，并不能解决国有产权的行政代理机制问题。如果低效率的5级代理制和严重的信息不对称问题得不到解决，全流通改革无疑只能给国有股权私有化、国有资产流失和国有股权的内部人交易创造了一个更“公开而隐蔽”的新渠道。

另外，主张减持重于流通的观点，背后有一个基本的逻辑，就是如果国有股某一天不再

一股独大，而是变成一个小股东时，就可以搭社会公众股中大股东的便车，直达国有资产保值、增值的目的地。其实这永远只能是一种虚空的幻想，因为，世上从来就不会有免费的午餐；即使在某个短暂的瞬间有，也是不长久的，是没有制度保障可以延续下去的。国有股要实现自身的股东权益，就必须尽到作为一个股东应尽的义务，其基本的股东职责就必须有相应的自然人主体进行代理。尹中立（2005）认为“企图通过‘全流通’来解决上市公司的治理问题的改革思路，不论从理论上还是实践上都是有问题的。在目前的法治环境下，股票市场不能搞全流通，否则可能会导致灾难性的后果！”且“破解股市低迷的关键是上市公司的治理结构。”

至于另几项股权权利的平等化目标，都与建立企业有效的内部治理结构密切相关，但具体讨论企业治理结构，则已经不属于股权分置改革的范畴了。因为，股权分置只是为建立有效的企业治理结构创造条件，至于如何建立这们的制度，更多的是管理学的领域了。

三、当前股权分置改革的主要方案简评

虽然监管机构并没有出台具体的股权分置改革方案，但从实践来看，当前普遍采用的方案主要有送股、扩股、缩股、权证、现金和综合方案几种。这几种方案之间的区别，主要体现在对价支付方式、对总股本和股权结构的影响、适用对象或条件不同等方面，为了简明扼要，将其归纳为下表：

表 1 股权分置改革主要方案比较 I

	对价支付方式	股本变化	股权结构变化	适用对象
送股方案	赠送所持股份给流通股股东	总股本、每股收益、每股净资产均保持不变。但有流通股增加后的自然除权。	非流通股比例减少	用于大股东持股比例较高、有能力支付股份且不失控股权的公司。
扩股方案	以资本公积转增股份，非流通股股东将所增股份赠予流通股股东。	股本扩大、每股净资产减少	非流通股比例减少	每股净资产较高，每股收益较高，有能力实施扩股的上市公司。
缩股方案	由公司零回购价非流通股股东回购并注销其所持部分股份。	总股本规模缩小，非流通股股东的持股比例下降，上市公司的每股收益、每股净资产上升。	非流通股比例减少	大股东持股比例较高，且能原则上应得到主要债权人的许可。
权证方案	无偿发认购和认沽权证（美式或欧式）。	总股本、公司每股收益、每股净资产均不变不影响估值水平。	当前股份结构不变，但潜藏变化的可能。	认购权证适合那些经营稳健、成长性好的；认沽权证适合流通股股价被严重低估的公司。
现金方案	支付现金	总股本保持不变，公司每股收益、每股净资产均不变，并不影响上市公司的估值水平	股份结构不变	金流比较充裕、或者近年来行业景气度较高的
综合方案	综合运用上面 5 种方式支付对价，将股价及股权结构的变化控制在一定幅度内。			
辅助方案	通过承诺全流通后，原非流通股份一定时间内不上市流通或特定时候采取回购等方式保护流通股股东。			

其中，对于送股（扩股）和缩股间的差异，这里简要多做一些分析，因为这是用得最多

的方式，而且两种思路对市场的影响差异较大。相对于送股和扩股，应当讲，在当前的市场环境条件下，缩股可能更有优势。这主要表现为：

一是操作简单，适用面广。可以适用于目前几乎所有的上市公司，包括 ST 类板块；而扩股方式只适用于有较高资本积累或盈余或未分配利润的企业。采用适用性最广、操作简单的方案，可以在较短的时间内稳定市场预期，从而缩短改革过程不确定性的影响；

其二，缩股不需要动用上市公司资金来回购股份，而只是将部分非流通股注销，并使剩余的股份获得流通权。上市公司资金不受任何影响，不受当前相关法规的限制；

其三，缩股可以立即提高公司的每股收益和每股净资产，当未注销的股票进入流通前，市场上流通的股份数量也不会增加，不会影响当前市场上股票的供求平衡，但为流通股票将来的升值奠定了基础；

其四，正如前面分析的，股权分置问题，绝不等同于全流通问题，流通权只是股权中很小的一部分。缩股思路，除了能解决流通问题外，还可以相对更好地解决国有股股权“一股独大”的问题；

其五，虽然送股和扩股都能降低当前股市的市盈率，但两者对改革后每股股票的含金量的影响是正好相反的。送股和扩股会降低每股股票的含金量，而缩股则会提高含金量。送和扩，会引导股价降低，而缩股会引导股价上升。在当前股市不景气的情况下，显然我们的方向应是把股市往上推，而不是往下拉。

除了从以上几个方面进行比较外，根据股权分置改革的基本目标，我们可以从另一角度对上述几种方案再次做个比较：

表 2 股权分置改革 5 种基本方案比较 II

	流通权	国有产权行政代理机制	决策参与权	分配权	知情权	一股独大问题
送股方案	+	-	+-	+-	+-	+-
扩股方案	+	-	+-	+-	+-	+-
缩股方案	+	-	+-	+-	+-	+-
权证方案	+	-	+-	+-	+-	-
现金方案	+	-	+-	+-	+-	-

上表中，“+”表示有利该项权利的平等化，“-”号表示没有涉及或无助于该项权利分置问题的解决，“+-”号表示，对该项权利的平等化不确定，总体上趋于有利，但存在很多不确定因素；“-+”号表示未对该项权利的平等化短期内没有影响，但存在一些可能有利的因素。

可以看到，当前几种方案唯一完全不涉及的，就是国有产权行政代理机制问题，没有哪一个方案能在这个问题上有所帮助。前面的分析已经阐述过了，这一根本问题不解决，后面其他几项股权分置问题，如决策参与权、一股独大的问题、分配权和监督权等的落实就缺乏坚实的制度基础。所以，尽管一般相信，随着流通权的解决，决策参与权、分配权、知情权和一股独大问题都可以顺利得到解决，但笔者的观点是，除非国有股被大量减持，国家从绝

大多数企业中退出或至少不得控股（这里提的是实际控制，而不是绝对比例上的控股），将绝大部分国有产权私有化；后面几项权利就不可能真正从制度上得到保证。股权分置改革也将半途而废，达不到真正同股同权的改革目标。

四、全流通后的中国股票市场前景展望

根据前面的分析，当前股权分置改革的核心是全流通。从理论上讲，实现全流通并不是十分困难的事，因为只要基本的方向是正确的、操作得当，全流通的实现只是个时间问题。随着越来越多的企业转变为全流通，加上监管部门在政策上的鼓励与支持，如允许改制后的上市公有优先再融资权利等，这一进程也会不断加快，从时间上看，只要不出现意外情况，3-5年之内实现全流通应当是有可能的。

对实现全流通有重大影响的因素包括：对价支付方式与股市走势、减持比例与资金压力、减持量与股权结构变化等；实现全流通后，影响股市效率的主要因素包括：国有产权的行政性委托代理瓶颈、国有产权在上市公司中所占的比例、公司治理结构是否平衡、信用制度建设与市场信息真实性等几个方面。

（一）对价支付方式与股市走势

这次的股权分置改革，非流通股股东向流通股股东支付对价的形式及具体价格，都不再由国家统一规定，而是由各上市公司的相关利益人根据自身情况进行协商，这的确是非常显著的进步。由于各公司所采用的对价支付方式差异较大，不同方式对未来股市走势的影响也就不尽相同。正如前面分析过的，现金支付、送股和扩股的对价支付方式，理论上会促使股票价格下跌；而缩股方式则相反。权证方式则有利于股价在一定范围内保持相对稳定。经历了连续近八年的下跌之后，我们的股市迫切需要的是升，但各公司选择的对价支付方式，更多地是从自身的角度考虑的，因为升未必对个体公司是最佳的选择。如果大量公司选择的是支付现金、送股和扩股，则与整体上市会出现与企盼相反的发展趋势。再考虑到大量非流通股份即将进入流通市场，如果股票的含金量没有提升，而数量激剧增加，这种趋势将更加明显。这种情况如果得不到有效地平衡与控制，势必会影响到整个股市的稳定与发展。

另外，虽然权证方案，有助于股价在一定时期内的稳定，比如，将股价控制在一定的波动幅度以内。但由于市场可能出现权证方面的投机交易，以及未来企业发展面临的诸多不确定性，权证也可能使股票价格出现反常的波动，甚至造成整个股票市场的震动。最早在上海的权证试验以失败而告终，就与管理部的控制能力、配套措施的缺乏、及市场的违规操作密切相关。宝钢权证一上市便被暴炒，为进一步的权证交易和试典敲响了警钟。权证市场能否顺利、平衡地发展，一定程度上，将直接关系到股票市场的稳定和发展。

（二）资金压力

资金压力，这里指在现金对价的支付、兑现相关权证、国有股减持等过程中所产生的巨大资金需求，相对市场的资金供给过大而造成的市场资金不足的情况。虽然采用现金支付对价的公司不多，但采用这种办法的，大多属于当前发展较好、处于行业发展周期的高峰期、现金存量较大的、资产质量较好的企业。既有高峰期，也就可能会面临低谷期，一旦企业发展遇到一定困难，这些企业可能就不得不增发新股或减持国有股以解决现金流量的困难。

《关于上市公司股权分置改革的指导意见》已经明确指出，“权分置改革是为非流通股可上市交易作出的制度安排，并不以通过资本市场减持国有股份为目的。”同时，还提出，对控股性的上市公司，国有股权控股的股东，要根据企业对国计民生的重要性，和“国家关于国有经济布局和结构性调整的战略要求，合理确定在所控股上市公司的最低持股比例。”但总体而言，要使这些公司脱离行政控制，真正走向市场，大量普通企业减持国有股将是不

可避免的。

现有企业采用了权证方式支付对价，这几天上海宝钢的权证被炒到接近两元的高价，大大偏离 0.688 元的理论定价。这极有可能会鼓励更多的企业全部或部分采用权证方式支付对价。当全部采用权证支付对价时，从早期来看，是非常不错的。因为企业既不需要拿钱出来，也不需要拿股份出来影响股份结构。而普通股民则吃了颗定心丸，知道一年或两年后，自己股票的最低价格或最高价格。这看起来是不用花一分钱就可以让流通股股东和非流通股股东都满意的方案。但要特别小心的是，作为非流通股股东向流通股股东支付对价的权证，本质上是一种期权。当未来市场走势不利时，现在的非流通股股东将面临以现金或股票向流通股股东进行支付的压力。这里顺便提一下，现在一些公司的权证支付方式里，常把两个概念混在一起，那就是期权的卖方（Writer）究竟是非流通股股东，还是上市公司？比如，宝钢的权证属于认购权证，行权价为 4.5 元，存续期为 378 天，标的资产是宝钢的股票。由于全流通后，如果股价高于行权价，流通股股东行权时，受影响的股票不仅包括现非流通股股东的股票，也包括现在的流通股股东的股票。所以，在计算认购权证的价格时，应当将这种相互影响考虑在内。当公司的股票价格上涨到认购权证行权价以上、或跌到认沽权证行权价以下时，流通股股东将行使其期权权利。行权时，虽然对流通股股东是有利的，但要特别注意的，这种利益，如果他们自身仍然是公司的股东，其实际利益将低于期权的内在价值。因为，对行权造成的损失，如果只是现非流通股股东的损失，则相对简单；如果这部分损失被算成公司的损失，则流通股股东也将按比例承担。举例如下：例如某企业共有 1 亿股股份，其中流通股和非流通股各占 50%，当前流通股的市场价格为 5 元/股。对价支付方式是：非流通股股东赋予流通股股东每 5 股认购和认沽期权各 1 份，行权价分别为 6 元/股和 4 元/股，权证存续天数为 365 天。假如一年后，股票价格涨 7 元/股时，流通股股东通过行权，将按每股 6 元从现非流通股股东那里买入 1000 万股，相对于市场上的股票价格，非流通股股东将蒙受 1000 万元的损失。如果，这部分损失被划到公司账下，则 1000 万损失中，各按 50% 的比例承担，非流通股股东的实际损失只有 500 万元，流通股股东的实际收益也只有 500 万元，而远不是期权的内在价值 1000 万元。由于认沽权证是在股票价格下跌时行权，其影响将比认购权证的影响更加显著。这一点，在权证发行时，应当给投资者说清楚，否则，对流通股股东是不公平的。

如果在权证中约定将来的价差以现金进行结算，则必须明确由谁支付这部分现金。要特别说明的是，用公司的现金是不正确的，因为，这个对价本应是非流通股股东向流通股股东支付的。如果由公司支付，则其中有一部分成了流通股自己给自己买单了。例如，用公司利润分配中，应分配给现非流通股股东的利润向流通股股东支付，是可以的；但如果用整个公司的利润进行支付，就不对了。所以，在现金结算的权证中，应明确规定将来进行现金结算时的资金来源。现有的非流通股股东，绝不同于整个公司，必须严格将二者区别开来。

虽然规定了在获得流通权后，上市公司在 12 个月内出售股份的比例不得超过 5%，在 24 个月内不超过 10%。理论上讲如果股市平均按每 10 股送 1.5 股计算，第二年、第三年将有价值 1400.99 亿元的非流通股获得流通权，第 4 年则将有价值 15352.2 亿元的非流通股获得流通权；若按平均 10 股送 2.5 股的送股方案计算，第二年、第三年将有价值 1288.31 亿元的非流通股获流通权；第 4 年将有价值 13328.51 亿元的非流通股可上市流通。尽管上市流通，不等于就要出售或者减持，但毕竟可流通的股票的供给会激剧增加，如果市场的需求没有显著增加，或者市场上的资金供给不足，股票价格下调将是必然的。

（三）股权结构

股权结构，可以从多个角度加以定义，如国有股与非国股、法人股与社会公众股、机构投资者股份与社会公众股份，以及 A、B、H 等股份，在公司全部股份中所占的比例和相互

间的关系，构成了股权结构。

由于本次股权分置改革的重点是全流通，而不是调整股权结构。根据下表中我国股市历史上流通股与非流通股之间的比例关系，如果不涉及大量减持，可以计算出，通过送股和扩股等方式，我国股市的股权结构，从股东持股比例的角度看，不会有显著的变化。

表3 我国股市流动股权与非流动股权比例

日期	股份总数(亿股)	尚未流通股份		已流通股份	
		股数(亿股)	占总股数比例(%)	股数(亿股)	占总股数比例(%)
2001.12	5218.01	3404.85	65.25	1813.16	34.75
2002.12	5875.46	3838.68	65.33	2036.77	34.67
2003.12	6428.46	4144.23	64.47	2267.58	35.27
2004.12	7149.43	4542.91	63.54	2577.19	36.05

(数据来源：中国证券监督管理委员会网站)

如果送股或缩股的比例控制在30%以下，在20%左右，按照当前非流通股份平均占63%的比例计算，按20%缩股或送股后，原非流通股东所占的比例仍然高达58%和59%，一股独大的问题，几乎不会有显著的改变。要改变国有股权一股独大的问题，则国有股必然需要大量减持。但能否顺利减持国有股、以及减持机制和过程中，是否能有效保护国有资产的安全，都还很不确定。同时，国有股的大量减持，将会给股市造成较重的资金压力，而且谁来监督减持过程的公正性也还缺乏行政代理方式以外制度保障。

另外，涉及B股、H股的分置问题，也是必须面对的。《上市公司股权分置改革管理办法》中规定，涉及B股和H股时，相应的方案，由A股股东决定。这种规定显然是违背市场经济原则的，而且也与本次改革中对A股的处理原则不一致。笔者认为，应当参照本次改革的基本理念，由相关利益人自主协商，即在讨论关于B股和H股的分置问题时，B股和H股的股东理应参与，共同协商。这些股份涉及不同的市场体系和监管制度，复杂性也相对大一些。如果不通过协商，对不同公司搞一刀切，肯定是行不通的。按实际上，可能的解决方案也是多种多样的，例如股份置换、现金回购等。

关于股权间的关系，实现全流通后，不同股权间的权利之差，可能就体现在全流通以外的其他产权权能里和相应的股东可能尚须承担的相应权利和义务方面。例如，现以权证支付对价的非流通股东，在获得股份流通权后，在权证有效期内，还必须承担权证带来的损失。

针对我国的实际情况，股权间至为重要的一层关系是，对国有产权代理人的选择机制、考核办法等，非国有产权股东是否有发言权。由于国有产权自然主体的缺位，行政代理关系短时间内难以解决，但与自然人股东不同的是，这些代理人所承担的不是经济责任，是对代理人选择机制和选择机构负责。如果，国有产权在上市公司占有控股地位，或通过非市场的途径，如私下拉拢一部分股东等形式，这些代理人为了自身的行政目标，极有可能做出不利于自然人股东的企业决策。所以，在未来的企业制度中，是否让非国有股东参与国有产权代理人的选择过程，将是解决这一根本性问题的一种可能选择。

(四) 内幕交易问题

当前的股权分置改革原因之一，是非流通大股东对股价漠不关心，因为股价的涨跌，对这些非流通大股东的的影响在短期内是不显著的，或者说这些非流通大股东的净资产几乎不受

股价涨跌的影响。提高大股东对股份的关注固然是重要的，但也绝不能矫枉过正，走向了另一个极端。在目前的法制环境和执法水平下，如果大股东过度关注股价的涨跌，可能使内幕交易更为泛滥。实现全流通后，大股东将成为上市公司的真正庄家，利用内幕信息进行操纵交易，其所得利益将比在非流通情况下的内幕交易高出许多倍。而且，流通权的获得，为这些“庄家”提供了及时套现的机会，其退出更为容易、退出成本更低，因此也就更危险。

全流通后，另一个可能导致内幕交易的情况是当原非流通大股东大比例减持时，现二级市场某些庄家就很容易成为公司实质性控股股东。这些庄家以其手握的股权为筹码，将有能力直接要挟管理层配合其进行二级市场操作，使公司行为严重短期化。相比于前一类内幕交易，这一类隐蔽性更强、查处难度更大，对企业的危害也非常巨大，不可不防。

如果我们的法制环境没有显著改善、证券业执法水平没有显著提高。全流通后，股市将很难在内幕交易问题上取得实质性的进展。

（五）圈钱问题

所谓圈钱问题，指的是原非流通股股东，利用自己股份非流通、不用配股的特点，通过不断的增发和扩股，在股市上融进资金的现象。这种现象虽然与股份的流通权不同有关，但绝不能简单地归结为流通权的差异。从纯粹市场经济的角度看，非流通股股东之所以能配股成功、增发成功，如果没有流通股股东的参与或认可，是不可能的。流通股股东不应将圈钱的责任，全部归到非流通股股东的身上。流通股股东自身的投机心理、盲目炒作，也有不可推卸的责任。如果股票在二级市场的价格不是偏高、而是足够低，上市公司就不会单纯选择股市融资，圈钱就无法成功。其他融资方式，如发行公司债券、银行信贷等，将成为更为有利的选择。

全流通以后，配股选择权将一视同仁，原非流通股将不能再不配股而坐享流通股增资的好处。这一点，从根本上解决了流通和非流通股在配股权上可能造成的差异。但这并不一定解决了圈钱的问题，因为圈钱的最重要条件，是股票在二级市场上被高估。使企业认为配股或扩股，是最好的选择。经过长达 8 年的连续下跌后，目前多数公司的股票高估问题已经基本得到解决。所以，圈钱问题应当会有所改变。

要使圈钱问题有根本性的改变，最重要的另一个措施是，解决好上市公司如何使用股民的投资、如何向股民作交待、如何承担投资错误的责任的问题。干得好就当官、宣传、表扬；干不好就党纪处分、行政降级的企业“领导人”考核与激励机制；只需要向上级述职、不需要向股民负责的欺上瞒下的信息传递机制；只管融资的时候交报告，不管投资的时候搞论证的行为方式。所有这些问题，实际上是由国有产权的行政代理国有股权的控制地位铸就的。这些问题不解决，内部人控制下的圈钱行为，将仍然无法根本杜绝。股权分置改革，也谈不上成功。

（六）国有股权的行政代理问题

前面几项的讨论中，都已经涉及到国有股权的行政代理问题。这一问题的影响程度，又因国有股权是否拥有控股地位而有所不同。国有股所占的比例越高，可能的危害程度越大。国有股权行政代理机制问题的解决，直接关系到不同股东的实际管理参与权，特别是面对相同企业决策时所支付的成本与股份不成比例的时候。这一问题不得到解决，同股同权，将只能是一句空话。

至于代理机制问题的解决，笔者早在 1996 年就提出过以权证制加以解决，即通过对股权按企业管理的需要进行异权划分为经营权、监督权和收益权，并分别组成企业的经理会、监事会和仲裁会；同时按事先确定的比例划分企业的预期利润，以市场机制为核心建立对国

有产权的专业性市场代理机制。虽然已过了近 10 年，笔者仍然相信，除了私有化以外，这是目前唯一可行的解决国有产权行政代理机制的办法。

另外，前文已经提到，让非国有股东参与对国有股权代理人的选择、聘用和考核过程，可能是另一条有待深入研究的可选之路。虽然，这种方式，不能从根本上解决国有股权行政代理问题，但针对目前的实际情况，可能有较强的现实意义。具体的思路，可以借鉴欧洲各国，如德国、法国和英国股份制的一些做法，例如，针对国有产权代理人的选择与考核，给非国有股东一部分表决权，或至少是评议权。并且，这些股东有权定期或不定期对上述人选的工作进行审计或检查。也可设置员工持股的制度和股票期权激励制度，强化对国有股权代理人的激励和约束。

（七）其他问题

除了上述问题外，其他一些当前比较严重问题，例如信息失真、披露不合规、中介机构不负责任、证监会与行业协会间缺乏平等互动、证监会与国资委职责不清等问题。涉及到管理部门或政府机构的问题，这里不拟涉及。至于信息失真、信息披露不合规、中介机构不负责任的问题，根本的原因是企业内部和外部治理结构都比较差、治理效率低下，证券欺诈成本低、执法不力造成的。关于法制问题，也不是本文能讨论的。

这里要重点讨论的是，全流通为机构投资者进入大型企业并成为控股股东创造了条件。如何对金融性控股企业进行管理，目前还没有成文法律。面对金融控股大型企业集团的出现，深入研究这一问题，特别是针对我国的实际情况，制定出符合我国客观条件的金融控股公司管理制度，已经迫在眉睫了。另一方面，国有股是否能通过大量减持，然后和社会公众股一样挹机构股的便车，坐享机构股对企业经营管理的监管成果，目前的制度上，还存在大量问题需要深入研究。

综上所述，本文讨论了股权分置与当前重点开展的全流通改革之间的关系，指出了相关文件中对本次股权分置改革定义中的矛盾之处，并提出全流通改革只属于股权分置改革中很小的一部分的观点。如果不解决国有股的行政代理机构和这种条件下的国有股一股独大问题，只解决全流通不仅可能不会产生预期的好处，反而可能给市场带来更为严重的内幕交易问题。同时，提出全流通后巨型金融性控制集团极有可能会迅速增加，如何管理这些新型企业集团等迫切需要进一步深入研究的问题。

参考文献

- [1] 国信证券研究所 (2005), 后股权分置时代的市场变局, 证券导刊[J], 2005, PP. 49-53
- [2] 姜革非 (2005), 上市公司国有股减持方案的财务效应分析, 林业财务与会计[J], 2005 (4), PP. 41-42
- [3] 毛海翔 (2005), 送股变缩股, 危机化为转机. 股市动态分析[J], 2005 (25), PP. 58-59
- [4] 名之章 (2005), 现行股改政策缺乏创新大义之举. 股市动态分析[J], 2005 (28), PP. 45-46
- [5] 潘席龙 (1996), 国有企业现代企业制度建设新构想: 权证制. 财经科学[J], 1996 (6)
- [6] 唐志勇 (2005), 上海国资[J], 2005 (6), PP. 33
- [7] 王春 (2005), 六大试点方案的综合比较, 证券导刊[J]
- [8] 吴晓求. 股权流动性分裂的八大危害——中国资本市场为什么必须进行全流通变革[J]. 财贸经济, 2004 (5)
- [9] 杨新英 (2005), “全流通”的九大问题, 经济导刊[J], 2004 (3), PP. 21-24
- [10] 尹中立 (2005), 股票市场的症结不是“全流通”, 时代经贸[J], 2005 (04), PP. 60-64

- [11] 于明娥 (2005), 全流通, 我们为此准备好了吗? 证券导刊[J]
- [12] 张卫星 (2005), 股权分置出路何在? 检查风云[J], 2005 (11), PP. 11-12
- [13] 中国证监会、国务院国资委、财政部、中国人民银行、商务部 (2005), 关于上市公司股权分置改革的指导意见。 <http://www.citymao.com/n4538c16.aspx>
- [14] 中国证券监督管理委员会 (2005), 关于上市公司控股股东在股权分置改革后增持社会公众股份有关问题的通知, <http://gqfz.p5w.net/gqfz/finalpage/2005-06-17/15526820.html>
- [15] 中国证券监督管理委员会 (2005), 上市公司股权分置改革管理办法 (征求意见稿), <http://www.p5w.net/p5w/home/domestic/200508261422.html>
- [16] 周卫嘉 (2005), 从股权结构的角度看我国上市公司治理, 特区经济[J], 2005 (5), PP. 110-111.

All Exchangeability, Downscaling and Administrative Agent of State Owned Stock Rights——Studies on the prospectus and strategy of post stock rights unification reformation stock market of China

PAN Xilong

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics,

ChengDu,610074)

Abstract: According to the Guidance to the stock rights unification reformation of listed companies issued by six government departments, the object of the new stock rights unification reformation is defined as to make non exchangeable stocks exchangeable and to unify the property rights of different kinds of stocks such as B and H stocks. In the favor of the latter point, stock rights should be regarded as a bundle of property rights which include at least right of exchangeability, information notification, supervision, and vote. Unless all these rights among different kinds of stocks are the same, it is very hard to be recognized as a success of the reformation. Through the analysis of the history and reasons of stock rights differences, look back of similar reformation, analysis of creativity of the new reformation and the compare of different plans, the possible outcomes of the new reformation are predicted and strategies to solve possible residue problems are discussed.

Keywords: Stock Right Unification, All Exchangeability, Downscaling, Administrative Agent of State Owned Stock Rights

收稿日期: 2005-8-2

作者简介: 潘席龙, 西南财经大学中国金融研究中心, 博士, 副教授, 硕士生导师

(责任编辑: 程均丽)