

为股权分置改革的顺利实施扫清障碍

——解读《上市公司股权分置改革管理办法(征求意见稿)》

卢兴前
86-0755-82943295
luxq@ccs.com.cn

主要观点

- 由于这次改革把保护流通股股东的利益作为重中之重，非流通股东通过向 A 股流通股股东支付对价才能获取流通权，因此非流通股东以及非 A 股的流通股股东均构成了股改的潜在阻力，为了为股权分置改革的顺利实施扫清这些障碍，《管理办法》作出三项重要的调整 and 安排：1. 对股改动议的前置条件进行了调整；2. 对存在异议的非流通股东提供了退出机制；3. 将涉及股改的“临时股东大会”进一步明确为 A 股市场相关股东会议。
- 将股改一线监督权下放给证交所以及压缩股改时间等办法将提高股改的工作效率。
- 明确了特殊公司股改的处理办法，这些处理办法将对特殊公司的股价产生实质性影响。由 A 股市场相关股东协商解决股权分置问题，这实际上明确了 H 股和 B 股股东在股改中是不含权的，对 H 股和 B 股市场整体具有利空影响。目前市场对 ST 公司的炒作主要是源于股改推动这类公司的重组，但是需要通过重组才能完成股改并且能够重组成功的只是其中一部分，ST 公司的风险依然较大。对于 ST 公司而言，它们大体可以分为三类：一类是可以直接支付对价的，这类公司投资机会不大；一类是必须进行重组才能完成股改对价并且可以重组成功的，这类公司的投资机会最大；还有一类是无法通过重组又无法支付对价的，这类公司将逐渐边缘化，等同于退市，所以风险很大。
- 《管理办法》对稳定市场提出一系列的措施，除了继续保持试点办法中对股改后非流通股股东的限制性流通条款之外，还增加了以下规定：1. 《管理办法》规定改革方案中应当包括（而不是可有可无）适合公司情况的股价稳定措施。2. 《管理办法》还考虑倒集中进行股改对市场造成得冲击，特别规定证券交易所根据均衡控制改革节奏的需要，与公司商定相关股东会议的召开时间。3. 由于大股东在股改中的承诺不具有法律效率，投资者对此心存疑虑。为了防止大股东在股改方案中的承诺成为空头支票，《管理办法》对未能切实兑现承诺或者遵守约定的股东作出了处罚性规定。

证监会发布的《上市公司股权分置改革管理办法(征求意见稿)》(以下简称《管理办法》)是在保持试点基本制度安排连续性的前提下,对程序规范和政策导向做了适当的调整、充实和完善,我们认为这种调整和完善将为股权分置改革的顺利实施扫清障碍,同时对提高股改效率、稳定市场、防止股价操纵和内幕交易也提供了制度保证。

我们建议投资者关注《管理办法》中以下几点变化及其影响。

一、专门作出三项重要调整为股改顺利实施扫清障碍

股权分置改革是又一次利益调整,由于这次改革把保护流通股股东的利益作为重中之重,非流通股股东通过向流通股股东支付对价才能获取流通权,因此不可避免受到一部分非流通股股东的抵触和反对。同时流通股股东中只有 A 股股东才有资格获取对价,而其他的流通股股东(B 股、H 股等)则没有,因此非 A 股的流通股股东也构成了股改的潜在阻力。为了为股权分置改革的顺利实施扫清这些障碍,《管理办法》作出以下调整和安排。

1. 对股改动议的前置条件进行了调整。

《管理办法》对股改动议的前置条件进行了调整。由试点期间采用的"流通股股东一致同意"进行改革,调整为"单独或合并持有公司三分之二以上非流通股份的股东"动议改革。前置条件的调整,使一些上市公司非流通股中的"失踪者"及"钉子户"阻碍股改的可能性大为降低。

2. 对存在异议的非流通股股东提供了退出机制,有了这样的制度保证,股改方案就不会因为少数非流通股股东的反对而无法实施。

与简化前置条件相配合,《管理办法》为存在异议的非流通股股东提供了退出机制。《管理办法》规定,改革方案中应当就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办法做出说明,可以按照公平价格进行收购、回购,可以由其他股东先行代为执行对价安排,也可以采用其他公平合理的处理办法。《管理办法》为存在异议的非流通股股东作出这样的安排反映了管理层推动股改坚定不移的决心——股改不会因为少数非流通股股东的反对而无法进行。

3. 将涉及股改的"临时股东大会"进一步明确为 A 股市场相关股东会议。

《管理办法》采用的"临时股东大会"制度,进一步明确为 A 股市场相关股东会议,这样就排除了其他非 A 股的流通股股东对"临时股东大会"的干扰,也使股改方案必须获得三分之二以上流通股股东的通过具有了可操作性(否则三分之二以上流通股股东到底不包括非 A 股的流通股股东无法明确)。

二、将股改一线监督权下放给证交所以及压缩股改时间将提高股改的工作效率。

为了提高股改效率,《管理办法》作了以下规定或调整。

1. 为了加快股改进程,《管理办法》大幅度压缩了股改操作时间。《管理办法》将此前由试点期间自公告进行改革试点之日起征集流通股股东意见,开始沟通协商,改为自相关股东会议通知发布之日起开始进行。这样安排可以使改革周期缩短为 30 天左右。

2. 证监会还将股改的一线监督权移交给证交所,由证交所协调和指导上市公司股权分置改革工作,办理非流通股份的可上市交易的相关手续,这样将大大提高股改的工作效率。

三、为防止操纵股价和内幕交易作出了专门的安排。

为了减少股改过程中可能存在的操纵"空间",《管理办法》将此前可以在临时股东大会前 15 天协商修改改革方案,调整为协商结果公布、公司股票复牌后,不得再次修改改革方案。这样安排既保证充分协商,又强调保持方案的稳定性,避免信息不对称。

此外,《管理办法》还对操纵股价和内幕交易行为规定了严厉的处罚措施。《管理办法》规定“公司及其非流通股股东、基金管理公司、证券公司、保险公司、资产管理公司,利用不正当手段干扰其他投资者正常决策,操纵相关股东会议表决结果,或者进行不正当利益交换的,情节严重的,将认定主要责任人员为市场禁入者,一定时期或者永久不得担任上市公司和证券业务机构的高级管理职务。”

四、明确了特殊公司股改的处理办法,这些处理办法将对特殊公司的股价产生实质性影响。

这些公司主要包括:

1. A+H、A+B 公司。

《管理办法》规定“发行境外上市外资股、境内上市外资股的 A 股市场上市公司,由 A 股市场相关股东协商解决股权分置问题,这实际上明确了 H 股和 B 股股东在股改中是不含权的,对 H 股和 B 股市场整体具有利空影响。”

2. 大股东为上市公司的上市公司。

对于 A 股市场上市公司持有另一家 A 股市场上市公司非流通股的情况,《管理办法》明确,该部分股份上市交易和执行对价安排的决策程序,须符合该公司章程和证券交易所有关公司资产处置的规定

3. ST 公司。

对于绩差上市公司而言,《管理办法》明确,股权分置改革与公司资产重大重组结合的,重组方以向公司置入优质资产、代公司偿还债务、代原股东偿还占用公司资金等能够改善公司盈利能力或者财务状况的方式,平衡流通股股东和非流通股股东之间利益的,其资产重组方案的通过和审核程序,执行中国证监会的相关规定。

目前市场对 ST 公司的炒作主要是源于股改推动这类公司的重组,但是需要通过重组才能完成股改并且能够重组成功的只是其中一部分,ST 公司的风险依然较大。对于沪深两市 88 家 ST 公司,大体可以分为三类:一类是可以直接支付对价的,这类公司投资机会不大,我们认为一般 ST 公司支付的对价不可能达到正常公司的水平;一类是必须进行重组才能完成股改对价并且可以重组成功的,这类公司的投资机会最大;还有

一类是无法通过重组又无法支付对价，这类公司将逐渐边缘化，等同于退市，所以风险很大。

4. 存在重大法律问题的公司。

《管理办法》规定，被立案调查的上市公司，应当表明不存在构成影响进行股权分置改革的风险，或者有关风险已消除。

五、《管理办法》进一步强化稳定市场。

《管理办法》对稳定市场提出一系列的措施，除了继续保持试点办法中对股改后非流通股股东的限制性流通条款之外，还增加了以下规定：

1. 《管理办法》规定改革方案中应当包括（而不是可有可无）适合公司情况的股价稳定措施。并对股价稳定措施几项措施给予肯定（采用大股东增持股份、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、认沽权等具有可行性的方式）。

2. 《管理办法》还考虑倒集中进行股改对市场造成得冲击，特别规定 证券交易所根据均衡控制改革节奏的需要，与公司商定相关股东会议的召开时间。

3. 由于大股东在股改中的承诺不具有法律效率，投资者对此心存疑虑。为了防止大股东在股改方案中的承诺成为空头支票，《管理办法》对未能切实兑现承诺或者遵守约定的股东作出了处罚性规定，如通过证券交易所对其进行公开谴责，并在三年内不接受该股东及其重要关联方作为发起人的公司首次公开发行股票申请；给其他股东的合法权益造成损害的，依法承担相关法律责任。