

股权分置改革实务分析

红塔证券保荐代表人 沈春晖

2005年11月14日

云南·昆明

一、股权分置改革的理论基础

——关于“对价”

二、股权分置改革目前的进展情况



（一）基本情况

截止**2005年11月7日**，已经有**243**家公司启动或完成股权分置改革程序，**G**股总市值达到了市场总市值的**22.34%**

（二）对价情况

45家试点公司平均对价支付水平为：每**10**股流通股获得**3.47**股（即送达率，均折算成送股方式），非流通股股东支付的对价为其持股额（即送出率）的**16.58%**。

二、股权分置改革目前的进展情况



（二）对价情况

- ✓ 股改正式实施阶段，已陆续有八批公司公告改革方案。其中前五批平均对价支付水平分别为：**10送3.35股、3.11股、3.045股、3.38股、3.2股**。第六批除*ST吉纸外，**17家公司平均对价为每10股送3.15股**。
- ✓ **50家公司中小板块公司对价已全部确定：最终平均对价为10送3.384股**。其中，**国企控股公司为10送3.12股，非国企控股公司为10送3.45股**。预案平均对价为**10送3.136股**，最终方案提高了**8%**。

二、股权分置改革目前的进展情况



（三）最新动态

- ✓ 流通股股东投票赞成率走低趋势明显。流通股股东投票赞成率在**10月25日**后骤降,**50**余家完成股改投票的公司中,流通股股东赞成率在**90%**以上的仅为**19**家,比前期陡降**38%**,而赞成率低于**80%**的公司家数却增多至**12**家,占比**24%**。快速下降的流通股股东赞成率正在逼近**67%**的绝对底线。
- ✓ 股权分置改革非流通股股东对价支付的会计处理
财政部会计司司长刘玉廷:对价将作为“股权分置流通权”处理,禁售期满后股权卖出多少结转多少。即新增“股权分置流通权”会计科目,将对价处理资产化而不是作为费用处理,且不作摊销。因此,大股东将不会因为支付对价而造成所持股权的账面损失,支付对价本身也不会影响其当期业绩。但是,因为持股比例下降而带来的投资收益减少是不可避免的。

二、股权分置改革目前的进展情况



（三）最新动态

《国务院批转证监会关于提高上市公司质量意见的通知》（国发〔**2005**〕**34**号）：

- ✓ 控股股东或实际控制人不得.....侵占上市公司资金。对已经侵占的资金，控股股东尤其是国有控股股东或实际控制人要针对不同情况，采取现金清偿、红利抵债、以股抵债、以资抵债等方式，加快偿还速度，务必在**2006**年底前偿还完毕
- ✓ 有关方面要督促控股股东或实际控制人加快偿还侵占上市公司的资金，国有控股股东限期内未偿清或出现新增侵占上市公司资金问题的，对相关负责人和直接责任人要给予纪律处分，直至撤销职务；非国有控股股东或实际控制人限期内未偿清或出现新增侵占上市公司资金问题的，有关部门对其融资活动应依法进行必要的限制。

三、股权分置改革方案设计

- (一) 对价方案
- (二) 对价的理论测算
- (三) 股东的特别承诺

（一）对价方案

1、股权结构调整类（送 / 转送 / 定转 / 缩）

（1）非流通股东向流通股东送股

在已统计的前**234**家股改公司中，有**224**家公司推出了送股方案，占总家数的**96%**。

（一）对价方案

（2）以资本公积金转送和定向转增股本

转送：以资本公积金向全体股东转增股本后由
非流通股东将获转股份送予流通股东

民生银行、江淮动力

定向转增：以资本公积金向流通股东定向转增
股本

华立控股、江淮动力、阳之光

小讨论：采用定向转增的原因、法律风险及回售权设计

（一）对价方案

特别提醒：

- ✓ 《公开发行证券的公司信息披露规范问答第3号—弥补累计亏损的来源、程序及信息披露》（证监会计字[2001]16号）：公司累计亏损未经全额弥补之前，不得向股东派发股利或以资本公积转增股本。
- ✓ 《公司法》（2005年修订）第一百六十九条：公司的公积金用于弥补公司的亏损、扩大公司生产经营或者转为增加公司资本。但是，资本公积金不得用于弥补公司的亏损。

对于亏损企业来说，赶在新《公司法》实施前最后一顿晚餐

（一）对价方案

（3）非流通股股东单向缩股

泰豪科技、吉林敖东、福星科技等

2、现金方案

（1）非流通股股东直接向流通股股东支付现金；

（2）由公司向流通股股东支付现金

（一）对价方案

3、权证类方案

关于权证：

- 根据发行主体不同，可以分为股本权证和备兑权证。
- 根据权证权力不同，可以分为认购权证和认沽权证。
- 一般来说，权证可以分为三类：股本权证（股本认购权证）、备兑认购权证和备兑认沽权证。三类均已经在股改中出现

（一）对价方案

3、权证类方案

目前发行权证的条件：

- （一）最近**20**个交易日流通股份市值不低于**30**亿元；
- （二）最近**60**个交易日股票交易累计换手率**25%**以上；
- （三）流通股股本不低于**3**亿股；
- （四）本所规定的其他条件。

(一) 对价方案

	权证数量	类型	行权价	期限
宝钢股份	10送1 份	欧式，备兑认购	4.5	12 个月
长江电力	10送1.5 份	欧式，认股	5.5	18 个月
新钢钒	10送4 份	欧式，备兑认沽	4.85	18 个月
武钢股份	10 送2.5 份认沽，2.5 份认购	欧式，备兑认沽，备兑认购	3.13 / 2.9	12 个月
深万科	10送8 份	百慕大，备兑认沽	3.73	9 个月
白云机场	10送6 份	美式，备兑认沽	7	12个月
鞍钢新轧	10送1.5 份	欧式，备兑认购	3.6	12个月

（一）对价方案

4、准权证类方案——认股权利

与权证的区别：只行权不交易

分类：

（1）认沽权利

湘火炬：控股股东向流通股股东免费派送认沽权利，流通股股东每持有**10**股获得**3**份认沽权利，在股改方案实施日后第**15**个月的最后**5**个交易日内，每持有**1**份认沽权利有权以每股**3.86**元（股改说明书公告前一日收盘价的**125%**）的行权价格向控股股东出售**1**股股份。

（2）认购权利

深纺织：控股股东向流通股股东免费派送认股权利，流通股股东每持有**10**股流通A股有权以每股**1.7**元的认购价格向投控公司认购**5.25**股股份。该认股权利行权期间为自股权分置改革方案实施之日起期满一年后的**5**个交易日内。

（一）对价方案

4、准权证类方案——认股权利

“另类”认沽权利：到期承诺全额回购股票

农产品方案：

农产品控股股东深圳市国资委承诺：如方案通过，则在实施之日起的第12个月的最后五个交易日内，所有流通股股东有权以4.25元/股的价格将其流通股回售给深圳市国资委。该收购价格较公司停牌时的股价有26.87%的溢价。

区别：（1）比例；（2）履约方式

（一）对价方案

4、准权证类方案——认股权利

讨论：

（1）认沽权利与认购权利谁更受欢迎？

深纺织最新公告：公司对股改方案做出调整，送股部分由原方案的10送2.5提高至10送4，取消送出认股权利。

（2）认沽权利的收益与风险（对非流通股东）

（3）使用认沽权利的前提条件

农产品：10月21日，公司预计全年业绩同比上涨约200%。

（一）对价方案

5、重组类方案

✓ 类型：

（1）注入资产 **ST吉纸**：新股东无偿注入两控股子公司

（2）资产置换：

ST 农化：建峰总厂以建峰化肥**51%**的资产以及复合肥、氮气生产经营相关的资产和负债与**ST 农化**的整体资产进行置换。

（3）注入现金（与前面送现金不同）

渝开发：非流通股股东向公司注入**1.0226** 亿元现金，相应增加公司资本公积金为全体股东共享。

（一）对价方案

5、重组类方案

- ✓ 使用重组类方案的原因：
 - 消极因素：不得不为（例如**ST**类公司）
 - 积极因素：创造价值，实现战略意图（深圳机场、隧道股份）
- ✓ 使用重组类方案的前提
 - 资产选择需考虑的因素与配套措施

（一）对价方案

6、组合式方案

前五类方案之间的组合使用

湘火炬:二股东送股:株洲市国资公司支付股份,流通股东每**10**股获得**0.3**股;新大股东送“认沽权利;新大股东原价收购公司不良债权(第**1**类、第**4**类、第**5**类组合)

东莞控股:国有股东按**1: 0.8**的比例缩股,缩股基础上,国有股股东送股,流通股股东每**10**股获送**1.83**股。外资股股东向流通股股东送现金,每**10**股获送现金**4.36**元。(第**1**类内部、第**2**类组合)

上两例的特点:不同非流通股股东共价方式、对价水平不一致

启示:具体对价支付在非流通股股东之间的分配则是非流通股股东之间协商的问题。不同非流通股股东可以选择不同的对价方式,对价支付的水平也可以不同,只需保证对价总量能让流通股股东满意即可。

（二）对价的理论测算

1、总市值与流通市值不变法

①改革前非流通股股数 $\times$ 每股理论价值+流通股股数 $\times$ 二级市场价格=方案实施后的理论市场价格 $\times$ 公司股份总数

②方案实施前的流通股二级市场价格=方案实施后的理论价格 $\times$ （1+R）

（二）对价的理论测算

2、流通市值不变法

- ①通过一定的估值手段（市盈率、市净率法等）确定股权分置改革方案实施后的理论市场价格
- ②方案实施前的流通股二级市场价格 =
方案实施后的理论价格 $\times (1+R)$

（二）对价的理论测算

3、超额发行法

理论依据：因为存在股权分置的制度安排，流通股东在认购股份（IPO或之后再融资）时存在非流通股份不流通的预期，因此股票发行价格超出了合理价格。

流通权价值 = （发行价格 - 合理价格） * 发行股数

小讨论：股改对价的理论测算是科学，更是一门艺术？

（三）股东特别承诺

法定承诺：

（一）自改革方案实施之日起，在十二个月内不得上市交易或者转让；

（二）持有上市公司股份总数百分之五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十二个月内不得超过百分之五，在二十四个月内不得超过百分之十。

（三）股东特别承诺

1、禁售期和限售期的进一步承诺

深圳机场、康恩贝等公司锁定期最长达到**60**个月

2、限定出售价格

（1）触发类型。股价在一段时间(比如连续**5**个交易日)持续高于承诺价格构成减持的前提条件。但一旦该条件满足，承诺方具体减持的价格就不受约束。例如**G三一**、**顺鑫农业**。

（2）承诺减持股份价格在某一特定价格之上

无期限类型。这类承诺的特点是未设期限限制，也即是在任何时点，承诺方都只有在承诺价格或之上才有可能实施减持。例如**登海种业**、**七喜股份**。

有期限类型。承诺只在一定期限内有效，而一旦过了该期限，承诺方就可以在承诺价格之下实施减持。例如**泸州老窖**。

（三）股东特别承诺

3、追加送股承诺

一般与业绩挂钩。

ST吉纸：未来三年如果发生下列情况之一时，苏宁集团将向流通股股东追加对价一次，流通股股东每**10**股将获得**1.5**股股份和**1**元现金。第一种情况：**ST**吉纸实现的净利润在**2006**年度低于**4,306**万元；或**2007**年度低于**5,500**万元；或**2008**年度低于**7,098**万元；第二种情况：***ST**吉纸**2006**年度或**2007**年度或**2008**年度财务报告被出具标准无保留意见以外的审计意见；第三种情况，***ST**吉纸未能按法定披露时间披露**2006**年或**2007**年或**2008**年年度报告。

4、设置最低持股比例

海博股份：自股权分置改革方案实施之日起**5**年内，控股股东的持股比例不低于**30%**。

（三）股东特别承诺

5、设定售股的业绩条件

阳之光：禁售期满后前**3**年经审计的每年扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率不低于**10%**时，才可以出售流通股

6、增持流通股

（1）严格承诺的增持：

上海汽车：在股改后2个月内，股价低于**3.98**元累计不超过人民币**10**亿元的资金（类似：广控）

（2）择机增持：

G三一：承诺不超过2亿元人民币，增持规模不超过其总股本的**5%**。（类似：紫江、中化）

（三）股东特别承诺

7、现金分红承诺

海通集团：控股股东对未来分红比例进行承诺，在**2005、2006、2007**年度每年利润分配不低于该年实现的可分配利润金额的**50%**。保证提出议案并投赞成票。

8、业务支持承诺

陆家嘴：控股股东承诺支持上市公司业务转型，将集团公司目前拥有的具有稳定收益的和主营业务相关的物业及股权，以及自有土地对外转让时，赋予上市公司同等条件下的优先受让权，以支持上市公司主营业务的发展，上市公司根据业务状况和发展环境，决定是否履行该项优先权。

（三）股东特别承诺

9、高管增持流通股

广州浪奇：公司全体高层管理人员承诺从股权分置改革方案实施日起，连续十二个月每月以月薪总额的**15%**增持公司流通股份，全体中层管理人员承诺从股权分置改革方案实施日起，连续十二个月每月以月薪总额的**10%**增持公司流通股份，上述人员在任职期限内所持有的公司股票锁定，其中高层管理人员所持股份还应按相关法律法规的规定执行。

10、重组类公司对置入资产的特别承诺

深圳机场：控股股东对其置换进入公司的资产的业绩进行了承诺，如果未达到，机场集团以现金形式补足差额。

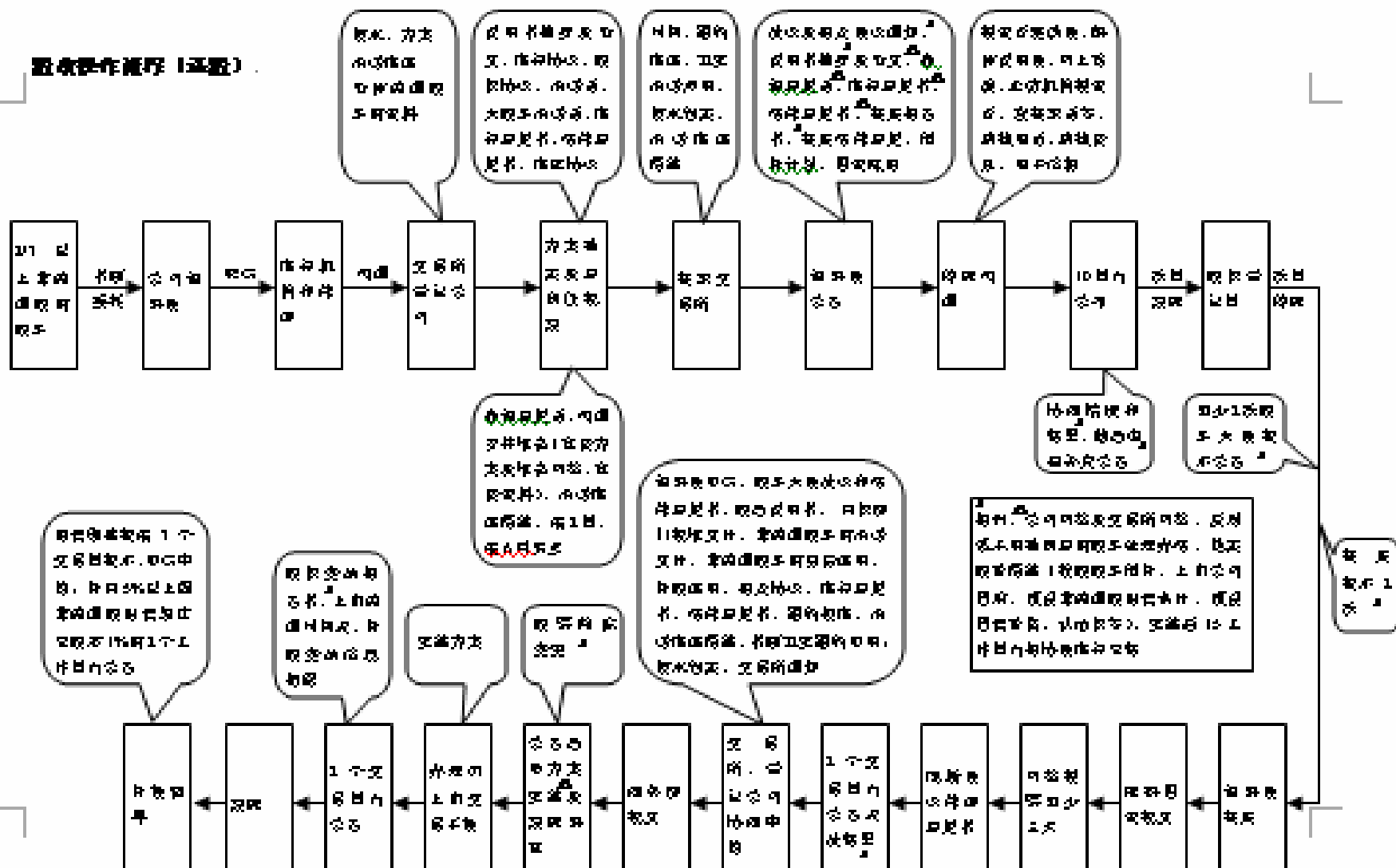
四、股权分置改革操作程序



- ✓ 正式启动程序之前
- ✓ 正式启动程序之后

股权分置工作业务参考流程图

圖書製作簡歷 (五版)



五、管理层股权激励方式简介



一、第一类模式：由上市公司“买单”

1、“业绩股票”方案（光明乳业、广州控股）

2、“虚拟股票”方案（贝岭股份）

二、第二类模式：由非流通股东“买单”

1、由股东提供股票来源的股票期权方案（恒生电子、中化国际）

2、股东直接售股方案（金发科技、特发信息）

五、管理层股权激励方式简介



三、第三类方案：由市场“买单”（标准的美式管理层股票期权）

《公司法》的修改为之提供了可能：

- ✓ 公司依照第一款第（三）项规定收购的本公司股份，不得超过本公司已发行股份总额的百分之五；用于收购的资金应当从公司的税后利润中支出；所收购的股份应当在一年内转让给职工。（143条）
- ✓ 公司董事、监事、高级管理人员应当向公司申报所持有的本公司的股份及其变动情况，在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的百分之二十五；所持本公司股份自公司股票上市交易之日起一年内不得转让。上述人员离职后半年内，不得转让其所持有的本公司股份。（142条）

六、红塔证券简介



- ✓ 红塔证券股份有限公司成立于**2002年1月31**日，注册资本**13.865**亿元，拥有红塔集团、国家开发投资公司、云南省开发投资公司等多家实力雄厚的股东单位。股东主要以现金出资，使得红塔证券资产优良，没有任何历史包袱，为日后的迅速发展奠定了基础。
- ✓ 红塔证券自成立以来，坚持“诚信-创造价值”经营理念，稳健经营，规范管理，已经具备创新资格券商的全部条件，正在申报评审之中。

六、红塔证券简介



- ✓ 作为一家资产质量优良的新兴综合性券商，红塔证券在证券市场面临大调整、多数券商经营困难的不利形势下取得了突出的经营业绩。

- ✓ 红塔证券最近两年的行业排名情况
(资源来源：中国证券业协会)

指标\名次	净资产	净资本	营业收入	利润总额	人均利润总额
2003 (122家)		18		9	5
2004 (114家)	15	13	20	5	3

六、红塔证券简介



- ✓ 红塔证券拥有保荐机构资格和**7**名保荐代表人。
- ✓ 投资银行业务是红塔证券业务开展的重点和基础领域。红塔证券现有骨干投业务人员均来自国内知名大型券商，专业素质和业务经验位于国内同行前列。