

的上海市民在观望。当时的《新民晚报》每一期的中缝广告，“老八股”的价位成了不少市民每日惦记的内容。无论炒股者还是不炒股者，都有人对此牵肠挂肚。一度，中国证券市场内，股民与股票的关系堪称僧多粥少。以上海证券市场为例，中华电工、豫园商城、飞乐股份、真空电子、凤凰化工、飞乐音响、爱使电子、延中实业这老八股唱了一年多独角戏，股市如果不扩容，就只得有价无市了。一方面是综合看，股票发行能力一时不足；另一方面是市场上不少资金，包括老百姓的闲散资金准备入市，怎么办？1992年，股票认购证发行，欲购买股票者，凭认购证摇号中签认购。一时间，认购证在黑市上价格飙升！搞到认购证，立马翻身成大户者，大有人在。

第二大里程碑 股权分置改革

在沪深交易所设置之初，上市公司设置了流通股和非流通股。其中发起人股东、控股股东或实际控制人股东持有的股份是不能流通的，这就从制度上人为地使股权处在分置状态。

以如今的标准衡量，同股不同权，这样的分置有些荒唐。在中国人民大学原副校长、中国资本市场研究院院长吴晓求看来，当初这样的股权分置，确实是中国资本市场基因缺陷的重要表现形式之一。然而，这样的表现形式，又是受到了20世纪90年代初社会环境和国人普遍认知的影响的。

在吴晓求著《中国资本市场三十年》一书中，特为分析了两类股东的利益诉求是有重要差别的——“把控上市公司的控股股东绝大多数都是非流通股股东，他们的重要诉求是想尽各种办法通过高溢价发行，增厚净资产价值，利润增长与否、资产价格是高还是低与他们的利益没有关系；而对流通股股东来说，只有利润增长了，股票才能实现流通溢价。”

控股股东与流通股股东几乎南辕北辙的诉求，导致的结果是——在相当长的一段时间内，证交所内流通股股票价格的高低，几乎与上市公司业绩可以无关！股票，可以是庄家逐利的工具，却未必是经济的晴雨表。在吴晓求看来，这一现象到21世纪初，已经被学界充分地认识到了。一言以蔽之——中国经济的蓬勃发展并没有带来资本市场的真正成长。

怎么办？改革！“股权分置改革，目的是构建全体股东共同的利益诉求，既要有分红也要有流动性溢价。没有激励机制，上市公司和资本市场是不可能成长起来的，股权分置改革就是要构建共同的利益机制，校正残缺的激励机制。”吴晓求分析。

2001年6月，《减持国有股筹集社保资金暂行办法》（以下称“减持办法”）颁布。该办法提及，在国有上市公司IPO（首次公开募股）

和增发融资时，国有股按市价减持10%，收入缴社保基金。这被业界、学界一些人士认为是股权分置改革开始具体行动之始。但该办法出台后，股市指数跌多涨少——拿上证综指来说，不到半年光景，从2300多点掉到1600多点。时为首都经贸大学教授的刘纪鹏回忆，当时监管部门开会征求意见，他就提出“减持办法”的法律依据并不充分。在进行了一番论证以后，刘纪鹏提出，可以用补偿式全流通的办法解决问题，继而他又提出过引入英美合同法中“对价”的概念进行股权分置改革试点。

如今，在中国股市里，对“对价”的一般理解大约为——非流通股股东的持股成本大都很低，而流通股股东的成本很高，比如以前的国企改制成股份公司时，按净资产折价为国家股，后来发行流通股时则按几倍于净资产的价格发行，当时由于国家股不能流通，发行时也没有太多问题。如果都可以买卖了，对流通股股东就不公平，这就需要非流通股向流通股支付一定的补偿来获取“流通权”。

可见，引入“对价”的概念解决中国股市全流通问题，是个替代原本不甚成熟的“减持办法”之法。2002年6月23日，国务院决定停止执行“减持办法”。其实，这一办法早在其颁布后不足五个月就暂停执行了。随着“减持办法”最终取消，

2005年行动起来的这场股权分置改革，**相当于中国资本市场的一个成人礼。**