

# 股权的分置与统一

## ——谈以科学发展观解决上市公司未流通股份的出路问题

铜陵学院经管系 吴雄虎

[摘要]我国股份经济与股市中的股权分置问题是一个历史问题,如何看待并解决股权分置问题,为上市公司非流通股份找寻正确的出路,关乎股份经济和股市的发展方向,“全流通”的股权统一方案因缺乏相关条件并不适合我国国情。本文提出,恢复股权本性,建立多层次的资本市场,是解决股权分置问题和上市公司非流通股份出路的正确之途。

[关键词]股份全流通,股权分置,非流通股份,普通股,优先股。

近年来,关于我国股份经济和股市中的股权分置问题讨论引起了广泛关注,解决股权分置问题似乎只有“全流通”一法,“全流通”实现了,一切的股市弊端均可迎刃而解。对此,笔者不敢苟同,窃以为统一的沪深两市“股份全流通”,贸然行之不仅难达发展规范我国资本市场之初衷,反而可能会引发市场“大地震”,导致一系列的社会与政治问题出现,而要找寻上市公司未流通股份的出路,并进而解决股权分置仍应立足国情,遵循科学发展观,通过恢复股权本性、改变规制、培养需求来解决。

### 一、我国上市公司未流通股份的形成与现状

上市公司未流通股份通常指未与社会公众股在同一市场流通的公司股份,包括国有股、法人股(国有法人、社会法人、外资法人)、自然人股。未流通股份之所以未流通,一方面是由于保护国有资产的考虑,另一方面是由于股权本身的权责利对称性要求。

时至今日,上市公司未流通股份已成庞大一族,现状如何可从如下几方面来看:

1、股份总额与计价:截止至 2004 年 12 月 31 日,我国上市公司的股份总额为 7149.43 亿股,其中已流通股份总额为 2577.19 亿股,未流通国有股、法人股与自然人股总额为 4542.91 亿股。已流通股份占股份总额比例约为 1/3,未流通股份占股份总额比例约为 2/3。股份总市值为 37055.57 亿元。其中:已流通股份市价总值为 11688.64 亿元,按流通股市价计算的未流通股份总值为 25366.93 亿元\*。

2、股份成本与股权:未流通股份绝大部分为发起人股,其初始成本绝大部分是 1 元/股,即等额资产等额折股,少部分是按照 1.2 - 1.3 元/股的折股率折算而成,相对于已流通的社会公众股的初始发行价为几元甚至几十元,股份成本极低,由于股份成本极低形成了在同一股份公司股份数量形成上的绝对优势,从而占据了上市公司的股权多数,拥有控股权及相应的支配权。除不与公众股在同一市场流通外,非流通股拥有普通股的一切权益。

3、股权流动与股权价值:未流通股份的股权不与流通股在同一市场流通,并不是说未流通股份丧失了流动性。事实上,未流通股份的股权流动从未中止过。除了司法冻结、抵押贷款、股权置换、偿债等非常形式的股权流动外,法人股曾有公开挂牌交易的 STAQ 系统和 NET 系统,具备了市场化的股权流动形式,而国有股的场外协议转让与并购、划转等股权流动亦从未间断。1998 年底颁布并于 1999 年 7 月 1 日正式实施的证券法更是给予了国有股权场外协议转让并购的合法地位。在非流通股的股权流动中,其股权价值绝大部分经评估确定,评估价又以股份净值为基础。股权价值的最终协议成交价和非充分竞价的拍卖价均与同一股份的沪深市价相差甚远,出现了同一股份股权价值分置的特有现象。

### 二、未流通股份对我国股份经济和股市的现实影响

我国股份制度中股权的特有安排与现状,妨碍了股份经济的发展,使微观层面的企业基础不稳,宏观层面的资本市场资源配置效率低下,“经济晴雨表”功能丧失,对股份制公司与股市产生了深刻的影响,集中地表现在如下四方面:

1、未流通股份拥有“绝对控股权”。“绝对控股权”的一般经济学定义是指在股份公司中拥有 51% 以上的股权,而我国上市公司中的 2/3 以上股权为非流通股,处于“超绝对控股状态”,这种状况一方面导致了非流通股东掌握了对公司内部经营机制、架构的绝对决策权,包揽了公司的董事会、经理层,另一方面,超额控股资源从经济学角度讲,也是一种资源浪费。

2、未流通股份持有者的性质决定了公司内部治理机制的形成。我国的未流通股份绝大部分为国有股及国有法人股,国有股及国有法人股的产权代表是政府,国有产权的全民共有性质使产权的具体行使不得不采取“委托代理制”。政府架构的多层次与国企行业分布的多层次性使“委托代理制”产权行使不得不分层级,相应的对代理人的约束与激励逐层递减弱化,甚至出现了所谓的“出资人缺位”现象。这种“出资人缺位”使股份公司架构下的董事、经理成为企业实际控制者,于是“内部人控制”形成。这种内部人控制往往不利于建立健全公司的内部治理机制,公司运营偏离“股东利益和公司价值最大化”的经营宗旨。

3、未流通股份与已流通股份的不同流动性及流动方式导致了市场功能的部分缺损,不利于社会经济效率的提高与福利改善。同是普通股的未流通股份不与社会公众股同一市场流通,导致股市股票供给量的失真,股价信号导向丧失,市场投资者无法以市场收购方式入主公司管理层,公司经营支配权及相应的经理层不受

\* 资料来源 <http://www.csrc.gov.cn> 统计数据

市场约束,这使股市的资源配置与再配置功能、定价功能、风险分散与转移功能丧失,保护了落后,保护了不合理的经济资源配置状态,社会经济的效率提高与福利增加亦无望达到。

4、同是普通股的未流通股份不同的流动方式改变了市场投资者的预期和行为,导致了股市各行为主体的理性“异化”行为。沪深两市机构投资者,因无法入主公司,同时又因股价与业绩的不匹配,不得不以市场操纵、投机来获得投资预期利益;普通个人投资者只能选择“搭便车”来跟风;未流通股份持有者因流通股价高低直接关系到再融资价格,亦以信息操控、与市场机构合谋做庄等手段来操纵股价为公司“圈钱”,侵害流通股东权益,同时通过挪用上市公司募集资金、上市公司为自身担保贷款等手段来侵占公众股东权益;作为市场监督者的政府因其国有资产代表人身份,亦不能不考虑自身经济利益,无法公正、公平的对待各市场主体,只好“头痛医头、脚疼医脚”。于是股市成了“赌场”和“投机”的代名词,市场上恶性事件不断,违法违纪现象屡见不鲜,屡禁不止,正常的资本市场规则与信用经济操守无法建立与健全。而之所以会产生这些行为,根源在于股市各行为主体在现行规制下,只有如此选择才符合自身的利益。

### 三、“股份全流通”及其不足

针对我国股份经济和股市中的股权特殊安排所造成的宏观与微观层面的种种弊端,现行的主流观点是统一股权,实现沪深两市上市公司的股份全流通,以消除这些弊端产生的根源。该种观点认为,非流通股与已流通股,只有统一于一个市场中,才能真正解决股权分置问题,统一股权过程中的股权成本不同应由政府通过行政政策重新分配拉平,尽可能公正公平,以保护投资者利益。由于观察和思考的角度不一,全流通的各种方案设计侧重点不一,有代表性的全流通方案有:

非流通股缩股全流通方案(注 1)

非流通股向流通股股东配售方案(注 2)

流通股按成本比例拆细方案(注 3)

资本公积金单独向社会公众股股东送股方案(注 4)

非流通股季度微量递增方案。(注 5)

这些全流通方案,均着眼于市场的统一和集中,表达了对股市规范的良好愿望。然而本人以为,统一和集中的“股份全流通”,并未触及股权本质,对市场证券供求也认识不足,缺乏现有法理支持,贸然行之,会引起股份经济和股市的巨大震荡,产生衍生性的社会问题与政治问题。

1、“全流通”的股权安排,并未触及我国非流通股份的股权本性。我国的非流通股份自形成始,除不与社会公众股在同一市场流通外,具备了一切普通股的权益,然而股份成本却只有社会公众股的 1/5 甚至更低。因为拥有了普通股的一切权益,非流通股理论上可以与社会公众股一道流通。然而股市的历史事实是非流通股不与公众股一起流通,这种状况的理性解释只能是非流通股支付了不流通的代价来换取了较低的股份成本和普通股身份。根据国际股市惯例,不能与市场投资者持有股份一道流通的股份只能是优先股,但我国的非流通股份却拥有对股份公司的参与经营权,这就是说它既非理论意义上的普通股,又非优先股,而是我国股份经济实践过程中的“股权创新股”。这种“创新”设计使非流通股既可拥有普通股的一切权益,又可因为不与公众股一道流通而免遭市场风险,完美的设计中忽略的是资本产权的时间价值,在市场经济中,资本产权的时间价值足以弥补获取股权时的成本差异。正因如此,我国股份经济发展初期的市场投资者才会以远高于非流通股成本的发行价认购公众股,股权内在的权责利对称性以另一种形式呈现出来。

“全流通”方案设计者可能忽略的一点是:股份是否可以流通与其股权属性密切相关,与其股权设计是可以脱节的,并非“全流通”才是唯一的统一股权之路,股权的本质要求是其内在的权益与其应承担的责任、义务之间的匹配和对称,唯其如此它才可能被社会投资者接受。

2、“全流通”的股权安排忽视了我国股市供求现状与需求性质,对“全流通”后可能产生的后果预估不足。我国的股份经济和股市是市场经济改革的产物,这场改革是自上而下的政府强力推动。时至今日,股份经济和股市仍处于发展的初级阶段,股份制企业不断增多但素质及业绩仍不理想,社会各投资主体地位的确立才开始,新宪法修改案中对公民合法的私有产权保护刚刚通过,企业法人与社会法人因各种政策限制对股票投资需求还很低,公民个人的创业欲、风险投资意识更偏下,这决定了现时的我国股市供求状况,决定了一方面投资者对股权的投资需求不可能很大。据统计:2004 年全国金融机构各项贷款总额达 177363.49 亿元,而通过股票市场筹资总额为 1510.91 亿元,间接融资的贷款总额与直接融资的总额相差悬殊,就很好地说明这一点\*。另一方面股权类资产供给存在无限扩大态势,无限的供给与有限的需求间矛盾较为突出。也许有人说需求较小可以通过种种措施去刺激引导,但遗憾的是对股权类资产的需求是投资需求,相对于消费需求而言它是一种引致需求,这种需求的增加要求社会提供相应的经济政策基础(如产业政策鼓励、投资回报率预期上升、货币市场和资本市场间的沟通与创新等),也不会如希望那样说增加就增加。

在这种股市需求状况下,如果我们全面推出“全流通”股权制度安排,不管是哪一种具体设计方案,都会导致现有的股市供求格局打破。股票供给的增加或其预期,会使市场投资者重新评估市场供求,现行市价体系会因重新评估和预期改变重新定位。4000 多亿的十几年累积下来的非流通股份“全流通”是现有的市场投资者无力承受的供给,在未发现或找到新的市场投资力量、投资者之前,贸然推广“全流通”只会导致现有市价体

\* 数据来源: <http://www.pbc.gov.cn> 统计数据

系的大崩溃。真的出现这种情形,则“覆巢之下,岂有完卵”,受损害的将是市场所有参与者,又何谈发展股份经济,保护投资者利益呢?

3、各类“全流通”设计,均存在着缺乏现行法理支持问题,难于组织推行。缩股全流通设计,核心在于缩股,按设计者的构思是以上市公司的流通股份和其股份净资产值之商作为主要经济依据,然而这种经济依据且不论其技术上的计量是否存在障碍,就现有经济法规和理论来看,缺乏说服力,因为非流通股股东的股份数额及每股净资产值的形成均不违法,他们为什么要按净资产值去售卖他们拥有的股权?

流通股按成本比例拆细方案,牵涉到 1200 多家上市公司的股权成本历史数据,姑且不论其计量繁杂是否可行,就说将股份按成本拆细,实质上是强迫现有公众股东,接受股份除权,而让非流通股份无代价的进入市场流通,增加股份供给量。在上市公司每一股份经营权益未改变的状况下,股份的拆细,会导致市场股票数量的巨幅增加和股价的大幅度降低,彻底的改变市场预期,现行市价体系将不复存在。如此做法,引申出的问题是:股份按成本拆细的法律根据何在?政府当初的承诺公信力还要不要?巨量的股份供给谁来承接?

非流通股向流通股东配售或以资本公积金单独向社会公众股股东送股的方案,本质上是另一种形式的不公。虽然股东享有优先配售或转赠股份的权利,但这种权利行使一是应面向全体股东;二是只能在一定限度内。单独赠送股份表面上看公众股股东的股份数量增加了,但因非流通股份获得了流通股导致了非流通股的全面上市,股份数量倍增,同样会产生流通股拆细方案的后果。至于非流通股季度微量递增则是以时间换空间,明确告诉市场投资者,流通股会越来越多,非流通股与公众流通股之间的形成成本差异,以时间成本来弥补。该方案的技术操作细节规定与掌握较难,且同样缺乏现有法理支持。

综上所述,各类全流通设计方案要想推行,均需修改现行的《公司法》和《证券法》等法规规定,以取得法理上的支持,同时应做好技术操作上的准备和舆论上的宣传,而这显然非一朝一夕之功。

#### 四、恢复股权本性,解决上市公司未流通股份的出路问题

既然“全流通”的设计方案存在前述不足,那么到底该如何解决股权分置,找到上市公司未流通股份的出路呢?本人以为:宣传普及理论知识,恢复股权本性,按照科学发展观的要求,大力培育并发展市场需求,建立多层次的证券市场体系,引导并尊重市场主体的自主选择才是解决未流通股份出路的正确之途。

1、宣传普及理论知识,恢复股权本性。证券经济理论告诉我们,按股份的内在责权利设计股权,是一般的国际惯例,普通股与优先股的划分及分类流通是其本质属性要求。对股权属性的“创新设计”,若违背了责权利的匹配与对称,则势必会产生诸多弊端,导致不利于股份经济发展的后果。反观我国的未流通股份设计,虽然这些股份名义上是普通股,但实质上却因不能在同一市场流通仅仅只是股份企业的资产凭证,引起了股份经济及股市发展的种种矛盾与冲突,成了窒息发展的桎梏。因而,解决股权分置,即应恢复普通股与优先股的一般划分,恢复其内在权责利的对称和匹配。这既是一般理论要求,也是现实经济需要。

2、遵循科学发展观,大力培育并发展市场需求,建立多层次证券市场。证券需求是引致需求,不同类型投资者的证券需求所愿承担的风险度是不一样的。没有市场需求的大幅度提高,则不会有证券经济的大发展。而证券需求的提高既要有客观的经济基础,但同时更需要经济政策的指导,譬如对社会法人和企业法人证券投资的规定,对银行及其它非银行金融机构间的分业经营规定,对银行资金进入股市的规定等。我国现行的有关经济政策,对证券需求的引导和培育尚存在很大的调整空间。近年来,证券监管层已认识到了培育发展市场需求的重要性,推出了 QFII 制度和基金机构的相关举措,但限于职权,其它的发展和培育市场需求措施尚需更高的政府部门决策推出。在市场需求被有效激活后,尚需建立多层次资本市场体系,只有多层次的资本市场存在才能适应不同类型的市场投资者需求,才可以在统一的普通股流通市场外,另行开辟优先股市场,以利于股权本性恢复的改革进行。“欲速则不达”,那种期望短期内股份需求大量增加,能消化全流通的股份供给,既不现实也无科学依据,只能自欺欺人,是违背科学发展观的。

3、尊重并引导市场主体的自主选择,制定规制以促进股权的统一。非流通股股东与社会公众股股东均是股份经济和股市的平等主体,均有维护自身权益的权利。作为监管者的政府,应站在“三公”原则立场上,对待市场主体的自主选择,制定相应规制,以促成股权的统一。首先,政府规制应明确界定普通股和优先股的权益与责任义务,所有已上市和准备上市的股份公司均应规范改制,选择某一种股权。第二,对已上市公司的流通股给出转换成优先股或普通股的标准与政策,现行的各类非流通股如何转换成普通股或优先股由现有的公众股东和非流通股股东通过股东会或分类股东会投票决定。转换条件与具体时间由各股份公司股东自定,并在公司章程中予以明确。第三,政府监管层制定相应的审核与监督程序,对股权转让过程实施宏观指导和调控,保证股权恢复本性改革的公开与公平,保证股市供给增加量的均衡,并对不实行转换的股份公司实施相应地制裁(如禁止其再融资)。最后,应禁止现有的将国有股和国有法人股场外转让给个人和企业管理层的不规范做法,以保护公众投资者的利益。恢复股权本性,只是提供了股份经济和股市发展的一个平台,其实施的顺利与否关系到现有已发现的弊端能否根除,关系到能否实现国有资本的战略性调整,但我国股份经济发展中的实践和问题远非只是一个股权分置问题。因而,我们对股权本性恢复的改革,必须服从于服务股份经济,保护投资者利益,稳定市场预期的大原则,循序渐进进行配套的其它经济制度改革,以提高股权的内在价值。只有这样才能从根本上解决上市公司未流通股份的出路。

【参考文献】

注(1) 刘纪鹏 缩股全流通可为资本市场利好 <N> 国际金融报。2002—11—25

# 关于小股东权益保护的研究

安徽财经大学 翟胜宝

[摘要] 大股东经常利用其控制地位,侵害小股东的权益,这一问题在世界各国公司治理结构中普遍存在,在转型中的我国尤其严重。本文针对我国小股东权益保护的现状,对这一问题产生原因进行了探讨,以法理为基础,从公司治理、法律救济等角度,提出保护小股东合法权益的有益对策。

[关键词] 小股东权益,关联交易,独立董事

## 一、股东权益内涵的界定

股东权益(Shareholder's rights,亦称股东权)最初是一个法学术语,现在已经被广泛的应用于经济学分析中。股东权益一词,在法律上有广义和狭义两种含义。广义的股东权泛指股东可以向公司行使的各种权利,比如,如果股东同时又是公司的债权人,该股东对公司所享有的债权也包括在广义股东权之内;狭义的股东权,是指股东基于股东资格而享有的从公司获取经济利益并且参与公司经营管理的权利。由于狭义的股东权益突出了股东权的实质,这种定义在实际中应用较广,本文所使用的股东权益即为狭义股东权。

股东权益的分类有多种,本文介绍的是我国法律界公认的自益权与共益权的分类方法。自益权是指股东以从公司获得经济利益为目的而行使的权利,同时也是仅仅为自己的利益而行使的权利。一般的,自益权包括:股利分配请求权、剩余财产分配请求权、建设利息分配请求权、新股认购优先权、股份买取请求权、可转换债券股份转换请求权、股份转让权、股票交付请求权、股东名义更换请求权、无记名股票向记名股票转换的请求权等。从上述内容可以看出,股东的自益权虽然体现为经济利益的要求,但是并不仅仅局限于货币收益的形式。这种权益既包括用货币形式计量的权利形式如股利分配请求权、剩余财产分配请求权等,也包括用非货币形式表达的权益,如股份转让请求权、无记名股票向记名股票转换的请求权。

共益权,是指股东以参与公司的经营为目的的权利,或者说是股东在为自己谋求利益的同时兼为公司谋求利益而行使的权利。一般地,共益权包括:表决权、代表诉讼提起权、股东大会召集请求权和召集权、提案权、质询权、股东大会决议撤销诉权、股东大会决议无效确认诉权、累积投票权、新股发行停止请求权、新股发行无效诉权、公司设立无效诉权、公司合并无效诉权、会计文件查阅权、会计账簿查阅权、检查人选任请求权、董事监事和清算人解任请求权、董事会违法行为制止请求权、公司解散请求权和公司重组请求权等。由上可知,共益权不仅表现为股东对公司经营决策的参与,而且表现为对公司管理者的监督和纠正。

## 二、小股东权益保护的现状

股东平等原则是现代公司法的基本原则之一。根据这一原则,每一股东根据其持有公司股份的多少对公司享有权利和承担义务。由于每一股份的价值原则上相同的,因而在决定公司事务时,持有多数股份的股东(简称大股东)比持有少数股份的股东(简称小股东)拥有更多的发言权。在一般情况下,这并不会产生不公正的结果,然而,在某些时候,大股东却滥用这种优势地位,通过控制股东大会或董事会等途径,在处理企业事务时,直接或间接地为谋取私利,不顾甚至损害企业及小股东的利益。在那些由一个人或少数人控制多数股份的企业中,这种情况尤为突出。

当前股份制企业小股东权益受侵害的表现主要有:

1、大股东大权独揽,股东会形同虚设,小股东缺乏话语权和表意权。那些集大股东与经营者于一身的“当家人”,或由于机制原因和素质原因,或由于受传统思维方式和工作方式的影响,往往在股东会上滥用表决权,一人说了算。小股东举不举手一个样,作为出资者本应享有的天然权利被完全践踏。从而对公司的治理结构提出了新的挑战。

2、大股东利用经营控制权,肆意侵害公司利益。在由国有企业转制的股份合作制企业中,大股东往往是董事长兼总经理,个人集权、专断非常普遍。由于缺乏必要的制衡机制,一些人利用经营控制权,进行关联交易和利润转换等,侵占公司资产。

3、经营者持大股,利大险小;小股东持小股,险大利小。在调查中发现,在企业改制中普遍存在这样一种现象:在前途暗淡、效益不佳的企业,职工、经营者入股相对均等。而在发展前景看好、效益稳定的企业,情况则截然不同了。经营者争着多持股、持大股,持股数一般都在职工的几十倍、几百倍,甚至上千倍,对职工持股则横加限制。

4、经营者通过强化按资分配和年薪制等手段,侵害小股东的经济利益。如在“量化股”的分配中存在重职务轻贡献现象。由于经营者持的是大股,同时采用的是 1:1 配股和送股,这样,通过配股,便把企业历年工资结余基金大部分分配到了大股东名下。

5、部分政府职能部门和国有企业借改制之机搞“金蝉脱壳”,向小股东转移债务,以实现所谓的“扭亏转

注(2) 华生 场外交易才是全流通问题的症结所在。〈N〉上海证券报。2003—12—29

注(3) 张卫星 中国股票市场非流通股的全流通解决方案。[J/OL] 新浪财经 2002—01—15

注(4) 刘晓兵、杨新英 修改契约消除流通股差异——解决股权分置新视角。[J/OL] 新浪财经 2003—12—16

注(5) 阳生 国有股减持与全流通方案全攻略。[J/OL] 新浪财经。2003—11—20