



# 加强法制建设 推进股权分置改革

上海金融学院 单惟婷(教授)

**【摘要】** 流通股和非流通股并存的“股权分置”被认为是我国股市效率低下的制度根源。为了正本清源,证监会从2005年开始实施股权分置改革,赋予非流通股以流通权。本文通过分析认为,在实施股权分置改革的同时还要加强法制建设,这样才能从根本上提升股市的有效性。

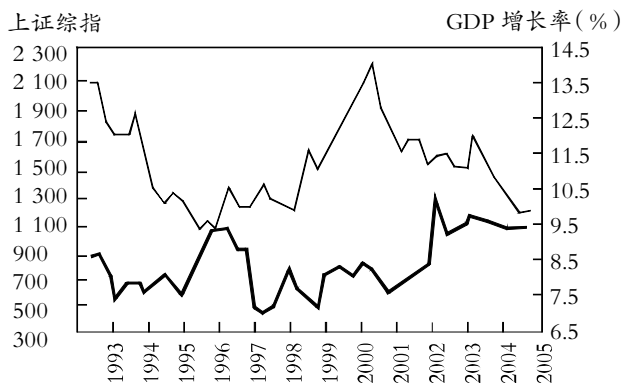
**【关键词】** 股权分置改革 股权结构 公司治理

我国股票市场创设之初,主要目的是为企业(特别是国有企业)开辟一条直接融资的渠道,同时为了巩固公有制经济的主导地位,规定了国有股和国有法人股等不能流通,并且占控股地位。随着对社会主义市场经济内涵的认识和对股票市场运行规律的理解不断深化,流通股和非流通股并存的“股权分置”被认为对股市运行会产生负面作用,需要逐渐淡化。因此,2005年4月29日,证监会启动上市公司股权分置改革试点工作,拉开了股权分置改革的大幕。

## 一、股权分置改革的总体评价

1. 股权分置的弊端。我国上市公司发行的股票包括流通股和非流通股,其中非流通股占整个股票市场的比重非常高。流通股主要包括社会公众股、B股等,非流通股主要包括国家股、国有法人股和职工股等。国家股和国有法人股统称为国有股,国有股在非流通股中占绝对的比重。

国有股“一股独大”给我国股市带来很多弊端:从微观层面看,主要有大股东侵犯中小股东利益,如上市公司在完成资金募集之后,大股东改变募集资金投向、占用上市公司的资金等现象非常普遍;从宏观层面看,我国股市走势脱离了宏观经济形势的变化,两者没有出现理论分析所得出的正向变动关系,反而出现负相关的关系(见图1)。



“——”为上证综指曲线 “——”为GDP增长曲线

图1 上证综指走势与GDP增长关系图

这种微观层面和宏观层面的无效表现,使得我国股市处于“边缘化”状态,其作为直接融资渠道和改善金融结构的

功能正逐渐丧失。例如,我国股市自2001年以来就进入低迷状态,但居民储蓄却不断创新高,2001~2005年的储蓄余额分别为73 762.4亿元、86 910.6亿元、103 617.7亿元、126 196亿元、141 050.99亿元。据中国人民银行最近的一项城镇储户问卷调查结果显示:国家社会保障制度不健全和金融投资渠道缺乏是被迫储蓄的两大原因。高储蓄在为我国经济增长提供充足资金来源、促进经济快速增长的同时,也带来很多问题,比如直接融资比重减少导致间接融资比重过大,企业融资高度依赖于银行体系,银行承担了一些本应由金融市场承担的风险。由于目前我国金融改革还没有到位,金融市场规模偏小,投资渠道狭窄,银行除了贷款给企业,很少有其他渠道来消化存款,储蓄转化为投资的效率不高,这就有可能导致银行业的风险累积,从而增加整个金融业的风险。

2. 股权分置改革的进展。所谓上市公司股权分置改革,是指通过非流通股股东和流通股股东之间的利益平衡协商机制,消除A股市场股份转让制度性差异的过程。证监会在完成两批46家上市公司试点工作的基础上,会同国资委、财政部、中国人民银行、商务部联合发布了《关于上市公司股权分置改革的指导意见》。随后,证监会制定了《上市公司股权分置改革管理办法》,国资委发布了《关于上市公司股权分置改革中国有股股权管理有关问题的通知》。这一系列规范性文件 and 部门规章明确了股权分置改革的基本原则、操作程序和管理方式。截至2006年1月,参与股权分置改革的上市公司已经达到434家,总市值为12 009亿元,占沪、深股市总市值的37%。预计全部的股权分置改革工作将于2006年底结束。

3. 股权分置改革在一定意义上是股权结构的变革。尽管流通股和非流通股的区别从表面上看仅仅在于是否可以流通,但实际上在于两者利益实现机制的不同。通常股票的收益来自于股利和资本利得,股利是企业派发给股东的利润,资本利得是投资者卖出股票的价格超出买入价格的部分。对于非流通股股东来说,可以享受股利,但由于股票不能自由流通,往往无法获得资本利得。因此,非流通股股东和流通股股东的利益必然发生冲突,流通股股东关注资本利得,进而关心企业的经营业绩和发展前景,而非流通股股东则并不十分关心股票的涨跌和企业的经营业绩,主要关心企业的资产

净值是否增加和是否拥有大量的自由现金流。这在客观上形成了非流通股股东和流通股股东的“利益分置”。另外,非流通股占绝对的控股地位,使得流通股股东即使“用脚投票”也不能形成对上市公司的有效约束,使公司治理缺乏共同的利益基础。

股权分置改革后,原有非流通股的价值实现不再是账面价值,而是市场价值,公司股价将成为公司股东统一的价值评判的主要标准,上市公司所有股东都将关注公司治理结构,各类股东尤其是大股东将更切实地关注公司利润的提高、财务指标的改善、经营业绩的增长,将更关注并监督经营者的经营行为,这有助于提高公司的经营和决策效率,提升公司业绩,有利于从整体上提高上市公司的质量。同时,兼并收购机制的功能将显著加强,控制权市场治理机制开始生效,这一方面促使大股东和管理层在市场压力下不断加强经营管理、提升业绩,另一方面又有利于公司利用兼并收购机制做出有益于公司长远发展的制度安排和金融创新(巴曙松,2005)。

股权分置改革通过赋予非流通股以流通权,引入了股票市场兼并收购机制、控制权竞争机制和中小股东的“用脚投票”机制等,提高了公司治理水平,从而提高了我国股票市场运行效率。因此,股权分置改革通过赋予非流通股以流通权,改变股权结构,从而对大股东形成更加有效的激励约束机制,提升了上市公司的治理机制和治理效率,为我国股市的健康运行提供了坚实的基础。股权分置改革在一定意义上是一种股权结构的变革。

## 二、股权结构对公司治理结构的影响及其决定因素

股权结构,也称所有权结构,就是指一个公司股权的集中和分散状况。在有的国家,公司的股权是非常分散的,可能最大的股东所占份额不超过5%,如美国;而在有的国家,股权又是相对集中的,甚至存在绝对控股的大股东,如德国和日本。股权结构的不同对股票市场中的各种激励约束机制能否发挥有效作用有着很大的影响,如公司的股权越分散,兼并收购机制和控制权竞争机制等可能就会发挥越大的作用。下面来详细分析一下大股东的存在对公司治理结构的影响以及股权结构的决定因素。

1. 大股东的存在对公司治理结构的影响。大股东的存在对公司治理结构的影响是双重的,既有积极的影响,也有消极的影响。积极的影响体现在降低了管理层的代理成本。由于现代企业所有权和经营权是分离的,所有者和经营者是一种委托代理关系,因而会存在代理成本。如果存在大股东,其可通过直接控制、更换管理层等途径对公司管理层进行监督,由于其拥有的份额较大,从中获得的收益也很高,因而有积极性去监督。

但大股东的存在也会对公司治理结构产生消极影响。如大股东的份额太大,控制权竞争机制和兼并收购机制很难形成,从而导致对大股东的约束力量薄弱。如果企业的所有者所拥有的股份都很低,纷纷采取“搭便车”行为,就没有股东会积极采取措施去监督管理层,最后会出现“内部人控制”等现象,管理层很容易侵犯股东的利益。

因此,理论分析无法表明大股东的存在是增进市场效率

还是降低市场效率的。既然市场效率不能解释大股东是否存在,那么究竟什么是股权结构的决定因素呢?

2. 股权结构的决定因素。目前对股权结构的影响因素的分析,主要存在两种观点。

第一种观点认为,股权结构与一国的法律体系有关。具体来说,股权的集中度和该国对投资者利益保护度成反比关系。Shleifer和Vishny(1997)在对公司治理理论梳理后发现:在法律保护程度比较低的国家,所有权集中将有助于解决代理问题,因此所有权集中与法律保护是此消彼长的关系;高度集中的所有权是公司治理结构对较薄弱的投资者法律保护的适应性反应。因此,对于一个有效的公司治理体系,法律保护和大股东的存在是互补的。

第二种观点认为,政治博弈可能决定公司治理结构。这种观点的代表性人物罗依认为:公司的股权结构既可能集中也可能分散,这取决于一个国家的政治博弈结果。如美国公司股权分散的模式就是美国政治、法律有意控制的结果。美国民众对大型金融机构怀有敌意和怀疑,因为他们既不喜欢权力(包括政治权力和经济权力)的集中(这在很大程度上缘于美国“三权分立”的政治体制),也不信任拥有强大权力的机构,因此美国法律限制了商业银行和金融机构对公司持股的比例,也排斥他们对公司治理的参与。如美国法律规定,银行不得持有公司股份,银行不得持有超过5%的公司表决权股份(刘雁飞,2005)。

现有的理论分析表明,股权结构与公司治理的关系不十分明确,也是非直接的。试图通过改变股权结构及引入股票市场机制并不能完全保证提升股市效率。

## 三、法治是我国股市改革的方向

著名经济学家钱颖一认为,对于股票市场,法治应该具有两层含义:一是约束政府对股票市场的任意干预;二是约束股市中各个经济主体的行为,主要有上市公司和中介机构,如证券公司等。下面按照这两层要求来分析一下我国股市的法治现状。

1. 我国股市的法治现状。我国股市脱胎于计划经济体制,被深深地打上计划经济体制的烙印,政府不断对股市进行行政干预,是典型的“政策市”,主要表现为:

(1) 1994年7月30日,各大媒体均刊登新华社通告,《中国证监会与国务院有关部门就稳定和发展股市做出决策》:①年内暂停新股发行与上市;②严格控制上市公司配股规模;③采取措施扩大入市资金范围。1993年2月开始,在提高利率、打击通货膨胀、紧缩银根的宏观背景下,股市开始大跌。至1994年7月,沪指由1558点跌至底部325点,跌幅79.14%。在三大政策利好的刺激下,8月10日,沪指跃升111.72点,涨幅达33.46%,创下1992年5月21日放开股价以来日升幅之最。

(2) 1996年4月1日,国务院领导批示要“稳步发展,适当加快”。从1996年4月1日起至12月12日,上证综指涨幅达124%,深成指涨幅达346%。

(3) 有关部门连续发布了《关于规范上市公司行为若干问题的通知》、《证券交易所管理办法》、《关于坚决制止股票发行中透支行为的通知》等规定。《人民日报》刊发特约评论员文章《正确认识当前股票市场》。12月16日开盘后4分钟

内,沪深股票全部跌停。

(4) 1999年5月16日,国务院批准了包括改革股票发行体制、逐步解决证券公司合法融资渠道、允许部分具备条件的证券公司发行融资债券、扩大证券投资基金试点规模、搞活B股市场、允许部分B股、H股公司进行回购股票的试点等6条主要政策建议。引发了“5·19”行情,沪深指数从1 047点上涨到2001年6月的2 245点。

(5) 2001年6月14日,国有股减持、大批上市公司增发新股,对违规资金清查等政策措施出台。沪市大盘自2 245点开始下跌,最低跌至1 339点,已经下跌了906点,跌幅达到40.36%,成为1997年下半年以来跌幅最大的一次。

(6) 证监会宣布在境内停止首次发行和增发股票时出售国有股。沪深两市大盘出现飙升行情,沪深两市当日的涨幅分别达到9.845%、9.97%。

(7) 2002年6月24日,国务院宣布停止向证券市场减持国有股。沪深两市全线涨停。

这种“政策市”扭曲了中小投资者的投资理念,使他们不去分析研究宏观经济和上市公司的基本信息,而是在千方百计地预测政府的干预行为,从而扭曲了投资者的决策行为,也使得我国股市和市场脱节。

由于股市法制建设薄弱,上市公司违法违规的成本非常低,反而产生了不良的负面激励。图2反映了2000~2005年我国监管部门对上市公司违规违法行为的处罚情况,处罚的金额非常低,并且有不断下降的趋势。另外,处罚的次数也很少:2001年为4起,2002年为6起,2003年为17起,2004年为32起,2005年1~11月为11起(陈志武,2005)。因此,在我国现行法律法规体系下,对上市公司的约束机制尚未真正形成。

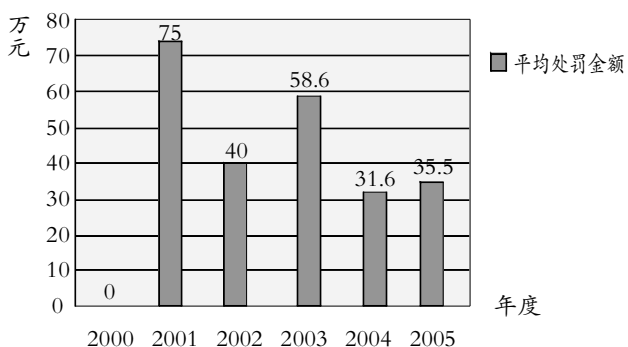


图2 监管部门对上市公司违规违法行为的处罚情况

“法治”除通过法律体系来保护中小投资者外,还应该包括政府不应该对市场主体进行救赎,实施“硬预算约束”。但我国目前的股市普遍存在“软预算约束”。投资者投资受损,政府积极入市去拉升指数;上市公司亏损,政府用行政措施去进行资产重组;证券公司亏损,中央银行进行救赎。下面分析一下政府对证券公司的救赎行为。2005年6月15日,中国证券业协会公布了2004年度证券公司会员经营业绩情况,据

统计,2004年度114家证券公司实现营业收入169.44亿元,利润总额为-103.64亿元,扣减资产减值损失后的利润总额为-149.93亿元,全行业处于亏损状态。而与此同时,我国政府对证券公司展开积极的救赎措施。中央银行不仅通过旗下的汇金公司和建银投资公司注资券商,还给证券投资者基金保护公司投入运营资金。汇金公司目前注资的是中央级的券商,如银河证券、申银万国、国泰君安等;建银投资公司注资一些地方类券商,包括湘财、中富、天同、北京、华安、科技、华夏证券等。2005年2月设立的证券投资者保护基金主要用途包括:证券公司被撤销、关闭和破产或被证监会实施行政接管、托管经营等强制性监管措施时,按照国家有关政策规定对债权人予以偿付;而基金公司使用基金偿付证券公司债权人后,取得相应的受偿权,参与组织被撤销、关闭或破产证券公司的清算工作。政府对证券公司的救赎行为必将产生道德风险,市场自律行为难以形成。

2. 股市改革的方向。我国股市需要加强法制建设,这才是股市健康运行的基石,否则即使上市公司质量再好,也会产生“劣币驱逐良币”的现象,质量好的上市公司可能被淘汰,剩下的大多是质量差的上市公司。法制建设实际上就是将政府的角色定位为“有限的政府”和“有效的政府”。“有限的政府”是指政府不能过度干预股市,应该侧重法律体系完善等方面的工作;“有效的政府”是指政府提高司法效率等。而对于法律体系的建设则应该包括两个方面:一是建立和完善保护投资者(股东和债权人)的法律制度,主要涉及《公司法》、《证券法》、《破产法》等,也包括证券交易规章和会计标准。二是法律的执行和法律的内容同等重要,部分法律和规章制度由市场规制者执行,部分由法庭执行,部分由市场参与者自己执行。

股权分置改革的作用是明显的,但是由于法律的不够健全,限制了其作用的发挥,要通过股权分置改革来提高我国股市的运行效率,还必须加强法制建设。股权分置改革中出现的各种违法乱纪行为更是为加强法制建设增加了紧迫感。一些证券公司和上市公司在股改投票中涉嫌作弊的现象,被新闻媒体称为“投票门”事件;股改公司为了满足让股改投票顺利过关的需要,通过多种方式诱导股民投赞成票等行为,被称为“拜票”现象。这些现象说明,只有加强法制建设,才能保证股权分置改革发挥作用,才能保护中小股民的利益,才能促使股市健康运行。

#### 主要参考文献

- ①巴曙松.股改成功的标志是什么.财经时报,2005-12-18
- ②陈志武.股价同向涨跌率上升、中国股市质量变差了.新财富,2005;12
- ③钱颖一.市场与法治.经济社会体制比较,2000;3
- ④郑祖玄等.非流通股与过度股权融资.世界经济文汇,2004;4