# 对我国股权分置改革的思考

首都经济贸易大学人文学院　王　颖

**一、股权分置对我国证券市场的不利影响**

我国证券市场只有十几年的发展历史,与发达国家如美国已有百余年的证券市场历史相比,显得十分稚嫩,是典型的新兴市场。而且我国证券市场是在经济体制转轨过程中建立和发展起来的,除了有"新兴"的特征,还有明显的转轨烙印。这个"转轨"即在制度设计上由股权分置安排转为股权分置改革。解决股权分置问题能在一定程度上恢复资本市场的固有功能,即价格发现功能和对上市公司行为的市场约束功能。而作为历史遗留的制度性缺陷,股权分置在我国存在着不足,在诸多方面制约了我国资本市场的规范发展和国有资产管理体制的根本性变革。随着新股发行上市不断积累,这一问题对资本市场改革开放和稳定发展的不利影响也日益突出。其主要表现在以下几个方面:

**1.**扭曲证券市场定价机制。股权分置格局下,股票定价除包含公司基本因素外,还包括三分之二的股份暂不上市流通的预期。三分之二的股份不能上市流通,客观上导致了单一上市公司流通股股本规模相对较小,股市投机性较强,股价波动较大和定价机制扭曲,不利于形成稳定的市场预期。

**2.**导致公司治理缺乏共同利益基础。非流通股股东与流通股股东、大股东与小股东的利益冲突相互交织。非流通股股东的利益关注点在于资产净值的增减,流通股股东的利益关注点在于二级市场的股价波动,这客观上形成了非流通股股东和流通股股东的"利益分置"。

**3.**不利于深化国有资产管理体制改革。国有股权不能实现市场化的动态估值,不能形成对企业强化内部管理和增强资产增值能力的激励机制。

**4.**不利于上市公司的并购、重组。从媒体披露的一些案例来看,以国有股为主的非流通股转让市场是一个参与者有限的协议定价市场,交易机制和价格不透明,严重影响了国有资产的顺畅流转和估值水平。

**5.**制约了资本市场国际化进程和产品创新。资本市场在国际上有一套成熟的运行规则系统,并且衍生了许多资本市场产品。现在我国加入了WTO,世界经济日趋一体化,要求我国遵循世界上一切符合市场经济规律的规则、制度,但我国所特有的股权分置缺席显然不符合市场经济的规律。由以上的论述可知,股权分置问题已经在很大程度上成为我国资本市场其他制度建设和改革创新的障碍。不解决股权分置问题难以稳定市场预期,也就难以形成市场的上升环境。同时,如果股权分置问题长期得不到解决,一方面将对市场造成不利影响,另一方面由此带来的问题会越积越多。因此,有必要对股权分置问题进行改革。

**二、推进我国股权分置改革的建议**

股权分置改革,必须在法律的框架内进行。股权分置改革是建立非流通股股东与流通股股东之间的市场化协商机制,并藉此商定非流通股获取流通权的条件。协商过程中非流通股股东向流通股股东出让的部分利益,是非流通股股东为获取流通权所支付的对价。至于对价的高低以及如何支付等问题,要由各家公司股东协商确定。监管部门只需坚持"公开、公平、公正"原则,保障流通股股东的知情权和选择权。而且,各家公司股东的这个协商过程也说明其非流通股股东与流通股股东之间在事实上还存在着一种契约关系,而这种契约关系的实质就是建立在双方意识自治基础上的合意。我们一定要使这种契约关系体现出法律的公平。

在契约关系中,一方为非流通股股东,人数少而持股量多,在公司股东大会、董事会上具有绝对优势地位,由此决定了非流通股股东在公司资源的分配上处于控制和支配的地位;而另一方为流通股股东,人数众多而持股量少,散布于全国各地,在公司资源的分配上处于相对弱势的地位。因此,对于非流通股股东而言,应当充分认识和肯定流通股股东对公司直接融资做出的巨大贡献;对于流通股股东而言,也应当尊重那些给公司业绩带来增长的大股东和管理层的努力劳动,肯定他们的报酬和合理的资本回报。这样,基于对契约精神的充分尊重,非流通股股东和流通股股东之间平等相待、相互信任并互有诚意,通过双方充分地沟通与协商,最终达成一种相对的利益平衡,改变目前非流通股股东与流通股股东利益取向不一致的公司治理状况,从而减少公司重大事项的决策成本,完善公司治理结构和资本运营机制。当然,要真正实现预期的公司治理目标,还需要不断完善上市公司监管的法律法规,切实加强上市公司实际控制人和高管人员的诚信建设,积极发挥独立董事的作用。

股权分置改革的目标是要从根本上解决制约股市发展的制度问题,创造证券市场长期健康发展的基础条件,恢复证券市场的固有功能,在这个基础上增强投资者的信心。因此,股权分置改革既要着眼长远,有利于形成完善资本市场功能和保护公众投资者权益的制度环境,又要立足现实,有利于形成积极的改革预期和市场效应,使改革得到投资者特别是公众投资者的理解、支持和拥护。

作为我国股市的一场深刻变革,股权分置改革将是一个连续过程。解决股权分置问题要通过制定相应的法律和政策措施,围绕保护投资者特别是公众投资者的合法权益这一主线,完善市场基础性制度建设,不断强化市场监管,促进市场主体规范运作。只有形成了"公开、公平、公正"的市场环境,建立有效的市场化推进机制,才能切实促进我国证券市场的健康、稳定和发展。○