

股權分置改革仍背離市場化方向

企業管治

何順文
李元莎

內地股票市場在發展過程中，限於認識的不足和出於意識形態的考慮，出現了一系列很奇怪、違背市場精神的制度，其中影響最為重大的莫過於對於上市公司股權進行的流通股和非流通股的劃分，即後來被稱為股權分置的制度安排。它的主要內容為內地公司在申請公開上市時，需對公司股份進行預先分類、分別管理：公開發售、公開認購的股份稱為流通股，可以在證券交易所上市，其交易只須遵守一般的證券交易規則，買賣自由；非公開發售認購部分，即由上市前原股東持有的股票，則被限制為非流通股，不享有進入證券交易所上市公開交易的資格，只能在場外協議轉讓。

最初確定發行人股份為非流通股，目的主要在於限制國有股份的交易程式，以控制國有資產的出售。這種股權劃分制度一旦固定化後就異化了，後來即使是非國有發起人持有的股份也延續了這一規定，難以正常流通。這種股權設置甚至在內地企業的海外上市中也貫徹執行，所謂H股就是內地企業在本港上市的流通股。事實上，有內地法學專家考證，這種股權劃分從來就沒有正式的法律規定作為根據，只是當時證券監管部門在實際操作中形成的一個慣例而已，並在各種因素作用下演化成「制度」。

令管治欠缺共同基礎

時至今日，在內地上市公司的總股本中，大約有三分之二為非流通股，也就是說，內地股票市場上公開交易的股票只佔上市公司的總股本的三分之一，絕大多數的上市公司被持有大量非流通股的大股東所控制，流通股股東總體上處於小股東的弱勢地位。由此，就形成了長期影響內地證券市場正常發展的股權分置問題，並衍生出一系列的公司管治問題，嚴重扭曲了證券市場所應有的發現價格、配置資源功能。

內地股票市場不足十五年的發展歷程風雨不斷，政府決策部門、業界各種機構和公眾對於股票市場的關注、批評和各種政策建議一直伴隨著股票市場發展，近年對於股票市場各種批評，都集中到了股權分置問題上。輿論普遍認為，股權分置分割了股權的平等性，從根本上限制了股票市場的發展和完善，不解決股權分置問題，股票市場就很難有切實的發展，上市公司也很難具有形成良好管治的外部環境。按照中國證監會的表述，就是股權分置影響證券市場預期的穩定和價格功能，使公司管治缺乏共同的利益基礎，不利於國有資產管理體制改革的深化，已經成為完善資本市場基礎制度的一個重大障礙。

於是，股權分置改革就在千呼萬喚中粉墨登場了，目前所謂股權分置改革試點，實質就是通過一系列市場化的制度安排消除股權分割，實現非流通股的流通化。這一改革措施以中國證監會在四月二十九日發布《關於上市公司股權分置改革試點有關問題的通知》為正式啟動的標誌，五月九日公布《上市公司股權分置改革試點業務操作指引》與首批四家試點公司名單，改革試點進入操作階段。隨即四個試點公司迅速公告各自的股權分置改革方案，其基本內容是非流通股股東為其持有的非流通股獲得流通權向流通股股東支付對價，對價具體形式主要是按一定比例向流通股股東支付股票，以及另外支付現金等。公司提出的方案還須經臨時股東大會表決通過，一旦獲得批准，則非流通股股東可獲得上市流通權，在經過一段禁售期後，即可自由交易。

「試點」存高度不穩定性

內地股票市場的市場化的改革方向已經是大勢所趨，此次股權分置改革也如開弓之箭，無法回頭。股權分置問題的解決，從宏觀角度來看，有利於形成市場發現價值的功能，有利於解決中國股市一直沒能解決的定價機制問題，使得公司的各股東處於風險共擔、利益趨同的平等局面，有利於公

司治理的進一步完善；從微觀角度而言，破除股權分置，股票市場上的公司控制權爭奪和公司合併才具有市場基礎，上市公司的期權激勵計劃才具有實施的平台和管道，股票作為公司購併的主要支付手段才具有可操作性。

一個通常的說法是股票市場是一國經濟發展的晴雨計，內地股票市場卻因其過多的非市場制度限制而沒有表現出這一點。但在另一個層面，由於集中了內地經濟和社會體制的諸多矛盾，股票市場的發展卻成為內地社會變遷的晴雨計。這一點從股權分置問題的發展過程中也得到印證，最近的改革試點就反映了內地對於市場基本運作原則的回歸性認同，其未來發展所存在的曲折性和反覆性也將反映在內地經濟體制和社會環境發展的特性。

股權分置改革既是「試點」，顧名思義即存在高度的不確定性，無法使有關利益相關者形成穩定的預期，證券監管部門定位為試點也是為其未來的調整以至於廢棄預留操作空間。一個可以引證的先例就是數年前的國有股減持，在大張旗鼓的全民討論和領導層高調表態後，面對市場強烈的負面反應，最後不得不緊急叫停；此次四家試點公司具體方案一經推出，股市指數即連連下挫，也使得進一步的改革推進面臨懸疑。

被認為更易侵害小股東權益

當然近期股市指數下跌原因很多，但是從內地股票市場投資者的構成來看，因為內地股票投資者以個人投資者為主，由於自身專業判斷能力不強，內地股票市場投機性超強。在長期被各種政策誘騙和大股東剝削後，個人投資者就形成了對於政府各種舉措的懷疑和不信任態度。對於此次的這些所謂的送股送現的改革之舉，懷疑為大股東目的在於進一步「圈錢」，即使上市公司消除了股權分置，在一股獨大條件下，侵害中小投資者利益的行為只會更隱蔽、更方便。當然最重要的是流通股股東並不滿意當前的補償方案，認為他們的利益並沒得到合理滿足，只好先用腳投票。

在內地股市的現有的生態背景下，任何一項改革措施的出台，都是多種力量博弈的結果，在實行過程中的利益博弈更為激烈。這是制度變遷的一般規律，無可厚非，重要的是在目前內地社會利益高度分化，以至於相當對立的條件下，如何尋找到一條市場化的合理道路，調整眾多利益衝突？目前這一方式的確定似乎只是靠政府之手在引導，與所追求的市場化方向相背離。雖然內地社會條件決定了強勢政府的開明態度是市場化進程的最大推動力量，但是過時完成角色轉換，擴大市場自身力量作用空間，以期實現市場秩序的內生性增長，仍然是內地經濟和社會發展所必須實現的階段性目標。

何順文 浸會大學工商管理學院院長兼教授
李元莎 浸會大學工商管理學院博士研究生



股權分置改革或要重蹈早年「減持國有股」的覆轍