



您的位置：首页 - 文章选登

用手投票不能代替用脚投票(华生；2003年12月22日)

文章作者：华生

流通股股东大会能否像很多人提议的那样，普遍地用于分散决策，成为各上市公司非流通股股东与流通股股东对话和决策的主要形式，是一个重大的理论和实践问题。

用手与用脚投票的合理分工

在上市的公众股份制公司里，大股东们掌握或争夺上市公司的控制权用手投票，左右了公司的管理和经营，但买进卖出股票受到信息披露等要求限制，行动不便，事实上在很大程度上失去了用脚投票的自由。而广大中小股东是搭便车者，基本不参加股东大会，放弃了用手投票的权利，只是依据公开信息和个人信息随时买进卖出，行动自由，用脚投票。这是在资本市场中大小股东信息和交易成本不对称情况下的合理分工。

通常情况下，由于绝大多数中小股东从不参加股东大会和公司决策，如果要求一项决议要过半数才能通过，许多股权相对分散的上市公司就可能永远通不过任何一项决议。因而各国法律对上市公司决议仅要求到会多数通过，尽管这个到会多数可能只是全体股权中的极少数。也正因为如此，为防止股东大会被少数股权操纵，滥用权利，股东大会的权利仅限制在必须由股东作出集体决定的场合，而股东的个人决策包括对股价的判断、买卖和个人财产权，则是每个股东自己神圣不可侵犯的权利，股东大会是绝不可染指的。

在涉及股东的私人产权和个人决策领域，少数服从多数的原则是不适用的。非流通股转为流通股的定价问题，就属于这样一个要尊重每个股东权益的个人决策问题。如果大家达成一致意见，那当然是件美事。但这个达成一致，严格地说，应当是全体股东完全形成一致意见，而不是少数服从多数的通过率或认同率。在上市公司中，正是由于这种达成全体一致的交易成本高得无法承受，才会有用脚投票的权利，即尊重每个股东自主决策的自由和权利。因此，在股票定价问题上，股东大会集体决策除了达成高度一致的例外，原则上不是一个适当的场合。

一对一谈判的操纵空间

由于流通股股东高度分散，因此所谓分散决策下的一对一谈判，实际上是使得谈判权落入了流通股大股东手中。流通股大股东，虽然面临与更强大得多的非流通股抗争时的“民族矛盾”中，他们与广大中小投资者利益相同或一致。但是，在流通股股东内部，大股东与分散的小股东仍然存在利益差异，有时这种“阶级矛盾”也可能是非常激烈的。

在分散决策的方式下，在各个相关股票上重仓的基金、券商无疑完全掌握了谈判的话语权，形形色色的“暗庄”们自然也会窃窃自喜。因此我们不得不势利地说，他们对分散决策、股东大会认同率表现出高度的拥护和热情是不奇怪的。我们并不猜疑这些流通股大股东以及相关中介机构为民请命的真诚，但问题在于，他们享有在谈判中的信息优势，与他们在股市中的运动员身份必然产生利益冲突，从而使他们尽管也许品质优秀，仍然不适合担任广大流通股股东的谈判代表。

更为糟糕的是，流通股股东与非流通股股东的谈判，不是真正的市场谈判，而是锁定关系的一对一垄断谈判。从博弈论角度看，并不存在惟一的均衡点。这就注定了谈判往往是极为艰巨乃至旷日持久的。对于三分之二的国有股控股企业来说，分散决策只是把球踢到了国资委，后者仍然必须给出统一的谈判口径或原则；对于三分之一的民营控股股东来说，收买、贿赂、补偿少数利益有限的谈判代表，恐怕是成本最低的谈判方式和难以压抑的欲望。

公开竞价的免疫力

有人说，在把非流通股除权转化为流通股的过程中，使用公开竞价方式在理论上虽好，但在实践中容易被操纵，并不可行。这个论断，违反了我们在市场经济中的全部经验。因为实践反复证明，在市场经济中，特别是存在单方垄断的情况下，公开竞价是最少暗箱操作，最能实现公开、公平、公正的方式。

非流通股的协议转让，存在着大量的暗箱操作。这里的区别只是在于，非流通股顾名思义，它是不能直接竞价流通转让的，那样会形成对同股同权的流通股的冲击和侵权。非流通股竞价，竞的不是继续作为非流通股的价格，而是变为流通股的转化价。通过这个转化的除权，股权分裂让位于股权统一，股市在整体上具备了投资价值，流通股得到了市场补偿。

因此，这个转化除权，除了多一个要向流通股股东优先配售除权的中间环节，程序非常透明，过程并不复杂。现在沪深上市公司中估计三分之二以上的多数原控股股东并不准备让出自己的控股权。那么，就可以简单地由他们自己竞价，但他们必须履行要约收购义务。如果流通股股东觉得他们的出价不合适，就可以按市场价毛发无损地全部卖给大股东。而上市公司则承担公众股比例不足的下市风险。即使是对于个别公司大股东既控股又控盘的所谓“庄股”，流通股股东也可以毫无损失地一走了之，让“庄家”自己去自弹自唱——如果他们还能唱得下去的话。反之，如果出价合理，流通股股东决定持股待涨，他们就可以得到竞价与除权价之间差额的货币或股数补偿。对于原控股股东准备转让和放弃控股权的公司，由于肯定会有多个买家，竞争当然更加充分，广大流通股股东总是可以选择保本卖出和接受配售以谋取更大收益的权利。

对于原控股股东准备转让和放弃控股权的公司（可能多半是中小国有控股企业），由于肯定会有多个买家，竞争当然更加充分，广大流通股股东总是可以选择保本卖出和接受配售或送股以谋取更大收益的权利。实际上，只要一视同仁，取消场外低价、场内高价的制度歧视，非流通股转化为流通股通过市场化竞价除权，市场经济的用脚投票本身就能最好地保障中小投资者的权益，使任何操纵企图难以实现或者失去意义。同时，任何除权全流通方案都需要知道和计算非流通股的转化价及其总市值，否则都是无法除权操作的。市场化竞价只是代替人为指定的指标的实现工具，其最终结果或实现形式可能是配售或如上例中的简单送股。其实，配售、缩股或送股这些形式和工具都是相通的桥梁。市场化竞价要解释得严密、清楚，不能不看起来是一个完整的体系，但在实践中的实际操作步骤极为简单，就如上面用宝钢的假想案例说明的那样。

市场公开竞价还有一个最大的优越性，即由于广大流通股股东具有用脚投票的选择权，竞价者眼睛总是盯着全可流通的市场价。因此，竞价过程独立于竞价之前的股价高低，即竞价者会把现行流通股市场价作为关键参数之一考虑进他在竞价中的出价。市价高了他相对出价会低，反之会高。所以，操纵竞价之前的市场价在理论上是无效行为，这样又反过来保证了股权规范化的竞价过程能够平稳进行。

文章出处：《中国证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所