



您的位置：首页 - 最新观点

周茂清：我国非上市公司股票交易中存在的问题(11月12日)

文章作者：

目前，我国非上市公司股票交易的定位很不明确，流转渠道很不通畅，严重妨碍了股份制企业应有功能的发挥。因此，如何解决非上市公司的股票交易问题，不仅是深化企业改革，建立现代企业制度的迫切需要，也是优化资源配置，发展社会主义市场经济的客观要求。

一、非上市公司的现状

据国家统计局第二次全国基本单位普查数字，截止到2001年底，我国股份制企业共有30多万家。这些企业除了1000多家上市公司外，其余均属非上市公司。我国大部分非上市公司是由国有大中型企业或有一定经济实力的集体企业改制而来，它们虽然在转变企业经营机制的过程中取得了一定成效，但由于自身的定位没有解决好，使其股票交易陷入进退维谷的境地，因此严重妨碍了股份制企业应有功能的发挥。主要表现为：

1. 法律地位界定不清

由于特定的历史形成背景和独特的运行机制，我国的非上市公司从严格意义上讲是一种不规范的公司形态，之所以不规范，很重要的一点就是自身的定位没解决好。以非上市公司的主要类型——定向募集公司为例，按照国家体改委颁布的《股份有限公司规范意见》的规定，定向募集公司的募股对象严格限于内部职工和社会法人，但在实际发行过程中，内部职工股却大量流入社会成为社会公众股，社会法人股也仅以法人名义购买而在事实上却为个人所持有，从而形成了“内部股公众化”、“法人股个人化”的现象，定向募集公司在事实上变成了社会募集公司，由此，定向募集公司的法律界定也失去了其实质内涵。鉴于此，国家体改委于1994年6月通知立即停止定向募集公司的审批，并停止审批和发行内部职工股。1994年7月，我国《公司法》正式实施。按照该法的规定，以募集方式设立的股份有限公司只有社会募集一种，定向募集公司已经失去了存在的法律依据。这实际上使20世纪90年代初大量出现的定向募集公司和内部职工股成了必须依法重新予以规范的历史遗留问题。

2. 监管体系难以建立

由于非上市公司的法律界定不明确，证券监管部门和工商行政管理部门都对其缺乏可靠的监管依据和有效的监管手段；更由于非上市公司的股票不能在公开的市场挂牌交易，广大股东特别是分散的个人投资者无法对其行使有效的社会监督，于是使非上市公司得以游离于政府部门的监管和股民的监督之外。尤其是《公司法》中未予确认，从而不具合法地位但却事实上继续存在的那部分定向募集公司，长期以来“股民难见其貌，新闻媒介难闻其声，工商部门难觅其踪”，已经成为典型的监管上的“真空地带”。

3. 经营机制不规范

(1)“内部人控制”现象突出。

由于非上市公司的股票不能自由流动，广大股民被剥夺了“用脚投票”的权利，从而难以对公司管理层形成产权约束。在这种情况下，股东大会形同虚设，董事会和监事会流于形式，“内部人控制”在非上市公司中成为相当普遍的一种现象。

(2)信息披露制度未建立起来。

在股票不能进行公开、合法交易的情况下，经营者很少有披露信息的压力，因为股民既不能退股，也不能将其抛售变现。因此，在我国非上市公司中，几乎都未建立起制度化的信息披露制度和财会公开制度，股东根本无从得知公司募股资金的使用情况、财务状况以及经济效益状况，更谈不上有效的社会监督；相反，一些公司还存在着严重隐瞒、欺骗投资者的行为；一些公司为了逃避投资者的监督，甚至频繁地变动营业地点和更换电话号码，与投资者玩起了捉迷藏的游戏。

(3)股息红利政策不兑现。

许多非上市公司在招股说明书中都承诺按期分红，有的公司还承诺了比较高的分红比，但在实际经营中，现金分红的公司很少。一些公司在中小股东的压力下，实施了送红股的分配方案。但对于股权不能流通、转让的非上市公司而言，送红股无疑是“画饼充饥”，股东永远吃不着这张饼，既不能分红，又不能把股权合法流通变现。

上述现象的存在，既严重损害了股东权益，也给非上市公司的社会形象造成了严重的负面影响，使股份制改造进程严重受阻。

二、非上市公司股票交易的渠道及其存在的问题

由于自身的定位未解决好，自20世纪90年代后期以来，非上市公司的股票交易可以说是一波三折，渠道很不通畅。以下以定向募集公司为例，对非上市公司股票交易的几种主要渠道及其存在的问题作一分析。

1. 直接或间接上市

在1998年之前，各地在计划指标内安排的上市公司，大多数是定向募集公司。在经过严格、复杂的审批程序后，前后共有280余家定向募集公司改造为上市公司，约占已有的定向募集公司总数的十几分之一。但是，从1998年开始，已原则上停止审批定向募集公司到深沪证券交易所上市。

在直接上市无望的情况下，一些经营状况良好、资金实力较为雄厚的定向募集公司只得通过买壳的方式间接上市。然而，非上市公司要买壳上市，一般存在着两大约束：

首先，买壳行为隐含着很大风险。企业沦为壳的过程往往就是企业为了生存顽强挣扎以至无所不用其极的过程。在这个过程中出现财务黑洞、隐含债务乃至法律诉讼都是再正常不过的事了。在这种情况下，买壳的企业如果没有经过专业、严谨、详尽的调查就贸然进入，有可能会陷入一个精心设计的财务陷阱。

其次，买壳成本巨大。其成本分为收购股权的现金成本和业务整合两种成本，其中前者一般要在5000万至1.2亿元人民币，后者包括控股公司向目标公司注入利润、资产、承担债务、业务转型等成本，具体视“壳”公司的质量而定，但一般也需数千万元。如此巨大的成本，足以令众多中小非上市企业望而却步。

2. 区域性证券交易市场

沪深证券交易所容量有限，定向募集公司即便不被停止上市，也要受到严格的指标限制，而间接上市又要受“壳”资源稀缺的困扰。在这种情况下，一些地方政府着手建立区域性的证券交易市场，以解决定向募集公司的股票交易。截止1998年3月，全国各地共建立了16家区域性证券交易市场。调查显示，在这些市场挂牌的公司先后有215家，总股本为68.74亿股，其中流通股为28.96亿股，累计成交量为159.06亿股，成交金额为491.34亿元。

然而，区域性证券交易市场在运作过程中，不同程度地存在着以下一些问题：

第一，行政干预色彩浓厚。各个区域性证券市场的组建工作一般都是由某个政府职能部门牵头，管理人员一般都是由相应政府职能部门委派，甚至连具体的交易业务也要受到政府职能部门的干预和控制。因此，区域性证券市场的管理工作带有浓厚的行政干预色彩。

第二，交易规则不完善，行业行为不规范。由于组建仓促，且无成熟经验可供借鉴，我国的区域性证券交易市场普遍存在着交易规则不完善，行业行为不规范的现象，比如信息披露不充分、交易价格不正常以及没有较严格的行业自律机制，等等。

1997年爆发东亚金融危机后，为了整顿证券市场的秩序、防范金融风险，国务院办公厅于1998年4月转发证监会《关于清理整顿场外非法股票交易方案的通知》，明令对各地的区域性证券交易市场进行清理整顿，要求有关地方政府在挂牌公司的股票处理完毕后，立即取缔各交易市场的交易活动，关闭区域性证券交易市场。

3. STAQ系统和NET系统

STAQ系统和NET系统分别由中国证券市场研究中心和中国证券交易系统有限公司先后在北京开办，前者于1992年7月开始试运行，后者于1993年4月28日投入试运行。不管是STAQ还是NET，都以交易法人股为主，因此，它们一度也被称为“法人股流通市场”。不过，两系统内交易的公司均为定向募集公司。作为除沪深证券交易所之外的全国性证券交易市场，两系统投入试运行后，在投资者的追捧之下业务曾一度火爆。然而，5月20日，随着中国证券业协会向两系统发出“暂缓审批新的法人股挂牌流通”的通知，两系统的指数遂调头回落，并从此一蹶不振。1998年，国家整顿场外交易市场，这两个系统也被列为清理整顿的对象，不久便相继宣告暂停交易。

从STAQ和NET运行期间的情况来看，主要存在着以下问题：

第一，挂牌公司和投资者数量有限，市场规模过小。两系统开通后，挂牌公司最多时也就13家，开户数最多时约10多万。作为全国性的证券交易市场，这样的市场规模别与沪深证交所相比，就是与淄博证券交易自动报价系统这样的区域性证券交易市场相比，也显得过小。

第二，投资者注入资金有限，市场波动剧烈。两系统的投资者名义上是法人机构，实际上占流通总额约70%的股份为自然人持有，因而投资者资金实力有限，加上市场规模和政策因素的影响，使得绝大部分投资者只是在最初注入一定的资金，其后并不追加新的投资。这使尚处起步状态的法人股市场因资金不足显得十分脆弱。

4. 自发性“地下交易市场”

定向募集公司的股东当初购买股票，无非有两个目的，一是指望得到分红回报，二是期盼有朝一日公司上市，能从股票交易中获取转手差价。然而对大多数股东来说，分红派息难以指望，上市更是遥遥无期。一些股东为了从中脱身，于是将所持股票抛出变现；也有一些股东由于工作调动或急需现金头寸等原因，要将股票转让变现。在没有合法的交易市场的情况下，地下交易市场自然成为这部分股民变现股票的惟一渠道。

然而，地下交易市场的弊端也是不容忽视的，主要是：

第一，交易方式落后。交易参与者主要依靠非公开媒体传播的小道消息来获取不完全的股票信息，基本上采用“一对一”的报价谈判和“当面成交、钱票两清”的交易方式。这与现代证券交易通过新闻媒体和电子网络来传播股票信息，以及采用电子计算机自动报价、自动撮合相比，简直有天壤之别。

第二，市场行为极不规范。由于地下交易不受国家法律的认可，不可能用“公开、公平、公正”的股票交易原则来规范交易行为，因此交易过程中的不规范行为很突出，常见的事例是：中间商尤其是一些“大户”利用与客户之间的信息不对称，通过制造和散布虚假信息，暴炒某种股票，以获取投机利润。

文章出处：《中国经济时报》

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

转载请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