



您的位置：首页 - 文章选登

在股市中全面导入“用手投票”机制(韩志国；2003年11月25日)

文章作者：韩志国

在现阶段全面导入“用手投票”机制，在股市中全面引入流通股股东认同率制度，至少应该涵盖的领域是：

公司法中规定的需要进行特别表决的各类事项，都应经过流通股股东的表决认同，在取得流通股股东50%以上的同意后，才能成为公司的意志；公司的各种融资与再融资行为都必须经过流通股股东的表决认同；公司的重大分配行为必须经过流通股股东的表决认同；公司的重大资产重组行为与重大股权置换行为必须经过流通股股东的表决认同；公司的非流通股转为流通股必须经过流通股股东的表决认同。

上市公司的股票分为流通股与非流通股。非流通股凭借“一股独大”的特殊地位而全面控制了股东大会、董事会、监事会与经营管理机构，进而形成了“一股独霸”的局面。流通股股东成为股市中的“弱势群体”，而没有“用手投票”来表达和体现自己意志的方式与途径。这是13年来中国股市发展中的最主要弊端和最突出的制度缺陷。尽管在过去13年的时间里，流通股股东已经为A股市场提供了7000多亿的直接融资，流通股股东的开户总人数已经接近7000万人，管理层也明确地把保护投资者的合法权益作为市场监管的重中之重，但在市场上，投资者的正当权益仍然在不断地受到侵蚀。在大多数情况下，流通股股东都处于无奈与无助的地位，只能通过“用脚投票”的方式来间接地表达自己的意见和要求，这就不可避免地在客观上造成对股份经济内在机制的严重扭曲。

首先，“合意”原则与“多数决制”是股份经济决策的最本质要求。

“多数决制”的前提是“合意”原则，即所有股东都能不受限制地表达自己的意见和要求。没有“合意”原则，或“合意”原则受到挑战，“多数决制”就会形成对股份经济原则的扭曲，就会在本质上背离集生产社会化、资本社会化、风险社会化和经营社会化于一体的股份经济的内在要求。而在中国股市中，“多数决制”正是在这样的情况下被不同程度地扭曲和滥用，这是股市机制与原则的重大扭曲。

其次，“用手投票”与“用脚投票”是股份经济中投资者表达自身意见的两种基本方式，但这两者所体现的内涵却完全不同。

“用手投票”所体现的更多的是一种积极的权利，而“用脚投票”所体现的则基本上是一种消极的权利，而且这种权利的行使往往都要伴随着投资者财产的损失和整个社会财富的流失。也正因为如此，“用手投票”机制与“用脚投票”机制必须同时存在和相互补充，而不能互相排斥，更不能只有其一而没有其二。只有建立在一个有效的“用手投票”机制基础上的“用脚投票”机制，才是合理的和完整的市场制约机制。没有一个有效的“用手投票”机制，“用脚投票”也就很难不成为扭曲的机制。在这种情况下，股份经济自身的制度优势就会丧失殆尽。中国上市公司与股票市场的主要问题在于，从表面上来看，投资者的“用手投票”机制与“用脚投票”机制都完全具备，但在实践中，“一股独大”与“一股独霸”的决策格局却几乎完全排斥了流通股股东参与公司决策的机会和可能，这就使得流通股股东的正当权益与合法利益失去了最基本和最重要的制度保护屏障。结果是，大股东利用我国股份经济制度缺陷的“合法”但不合理的行为在市场和上市公司中时有发生，导致流通股股东的财产和财富大量流失。

再次，“用手投票”机制一旦缺失就很难避免不正当的关联交易行为。

由于在关联交易中存在着徇私舞弊的大量缝隙，因而必须对关联交易进行严格约束。在股份经济中，关联交易分为决策关联与交易关联。在发达的市场经济国家中，虽然对交易关联都有着严格的约束条件，但从总体上来说，对关联交易控制的重点却是决策关联而不是交易关联。而在我国，对关联交易的约束则更多地体现在交易关联方面，而对决策关联的约束机制却相对较弱。虽然在上市公司治理准则中也引入了大股东对相关决策事项的回避制度，但从总体上来说，在大股东全面控制上市公司决策机制的情况下，由决策关联而导致的关联交易已经成为市场与上市公司中普遍的现象，并由此给大股东带来了巨大的利益，给流通股股东造成了深重的伤害。无论是首发还是增发，也无论是配股还是转债，都导致了流通股股东对非流通股股东的巨大的转移支付，并成为制度不公与分配不公的深层根源。因此，在股权分裂的状态下，必须对上市公司因决策关联而产生的关联交易进行严格限制。大股东为自身利益而决策就是最实质、最重大的关联交易。没有流通股股东的表决和认同，这种决策就不能成为公司的意志，从而也就更不能成为公司的实践。

2002年初，在讨论国有股减持和全流通的过程中，我曾最早在《上海证券报》上发表了《在国有股减持中引入流通股股东认同率制度》，得到了市场与学术界甚至相关决策机构的广泛赞同，并且已经基本上成为市场共识。今年以来，我又在《对恶意“圈钱”行为必须进行制度抗争》中提出，在公司重大决策中全面引入流通股股东认同率制度。在我看来，在股市中全面导入“用手投票”机制的最好办法是，非流通股按照合理的价格、合规的方式和合适的时机全面转为流通股，而在股权分裂的状况下或全流通进程没有完成之前，则必须对中国股市的脊梁——市场资金的主要提供者、市场风险的主要承担者和市场交易费用与国家税收的主要支付者——流通股股东的正当利益与合法权益，建立起一个客观的保护机制，并且使流通股股东有一个真正通过“用手投票”机制表达自己意见的机会与途径。

在现阶段全面导入“用手投票”机制，在股市中全面引入流通股股东认同率制度，至少应该涵盖的领域是：1. 公司法中规定的需要进行特别表决的各类事项，都应经过流通股股东的表决认同，在取得流通股股东50%以上的同意后，才能成为公司的意志；2. 公司的各种融资与再融资行为都必须经过流通股股东的表决认同，因为这些行为往往会在客观上放大非流通股股东的权益，并且人为地减少与损害流通股股东的权益；3. 公司的重大分配行为必须经过流通股股东的表决认同，因为大股东会利用自己的股权优势作出对自己最为有利的“套现”行为；4. 公司的重大资产重组行为与重大股权置换行为必须经过流通股股东的表决认同，因为这种行为往往会带来公司管理层的重大改变，从而会在相当大的程度上改变市场与投资者对公司前景的预期；5. 公司的非流通股转为流通股必须经过流通股股东的表决认同，因为这种转换将会引起公司股票供求格局的重大变化，从而会对不同股东特别是流通股股东的利益产生重大的和深远的影响，甚至会导致公司乃至整个市场运行格局的重大改变，因而必须真正采取“合意”原则和真正的“多数决制”，以尽可能地恢复股份经济的内在本性。

在中国股市中全面导入“用手投票”机制，是一种具有革命意义的重大举措。在股权分裂与全流通问题未彻底解决之前，通过各种方式、各种途径和各种手段全面引入流通股股东认同率制度，将会在相当大的程度上改变上市公司的决策机制，也将会大大有助于公司治理结构的完善；在解决全流通问题上引入流通股股东认同率制度，也会在相当大的程度上改变投资者特别是流通股股东的博弈方式。流通股股东

有了决定自己命运的决策权，就不必采用“用脚投票”的方式来消极地表达自己的意见，而可以采取“用手投票”的方式来积极地参与全流通进程。甚至可以说，在全流通过程中，只要引入流通股股东认同率制度这一条就足够了，而用不着由上而下地制定全国统一的方案，也不必在价格、时间和方式上作出全国统一的规定。因为引入流通股股东认同率制度的实质，就意味着所有上市公司的全流通方案都必须经过流通股与非流通股这两类股东有效表决权的各50%以上同意才能付诸实施，这就为流通股股东和整个市场建立了一道防护墙，并且可以有效地把市场的整体风险转化为个别风险，避免以往的国有股减持方案拿整个市场来进行“试错”的做法，通过化整为零的方式来保证全流通方案的顺利落地和全流通进程的顺利完成。在全流通问题没有解决之前，所有上市公司都应暂停再融资行为；如果上市公司的全流通方案三次不能获得流通股股东的表决认同，那么该上市公司在未来五年中应自动失去再融资资格。换一种角度来看，全面引入流通股股东的认同率制度，将极大地改变中国股市的运行格局，这将是一个影响深远的政策，应当引起市场各方和决策各方的关注。

文章来源：《上海证券报》

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

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