



您的位置: 首页 >> 阅读文章

阅读文章

Selected Articles

使用大字体系查看本文  
阅读次数: 1128

更多▲

特聘导师

法学所导航

走进法学所

机构设置

《法学研究》

《环球法律评论》

科研项目

系列丛书

最新著作

法学图书馆

研究中心

法学系

博士后流动站

学友之家

考分查询

专题研究

五四宪法和全国人大五十年  
周年纪念专栏

最新宪法修正案学习与思考

公法研究

电信市场竞争政策

证券投资基金法

法律与非典论坛

## 为何要强调保护公众投资者合法权益 ——解读国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》

巴曙松

国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(以下简称《意见》)中,对于保护投资者特别是社会公众投资者的合法权益给予了相当的关注。这体现了政府对于投资者特别是公众投资者在资本市场发展中重要作用的深刻认识和把握,也体现了保护投资者利益特别是社会公众投资者的合法利益对于下一阶段资本市场改革开放和稳定发展的重要作用。

实际上,从9条意见中,都不同程度地体现了对投资者合法权益的保护,同时,在一定的重大问题上,还特别强调要保护社会公众投资者的权益。例如,在第二条“推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想和任务”中强调,“坚持依法治市,保护投资者特别是社会公众投资者的合法权益”;在第三条“进一步完善相关政策,促进资本市场稳定发展”中强调,“稳步解决目前上市公司股份中尚不能上市流通股份的流通问题。在解决这一问题时要尊重市场规律,有利于市场的稳定和发展,切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益”。

要特别强调保护社会公众投资者的合法权益

为什么在这些条款中,要特别强调保护社会公众投资者的合法权益呢?这是因为,在中国资本市场发展的进程中,社会公众投资者是最大的支持力量,为中国资本市场取得的巨大成就作出了重要贡献,但是,在股权分置等制度缺陷下,社会公众投资者即事实上的中小投资者,其利益往往最容易受到侵害,在目前的制度环境下,社会公众投资者也缺乏足够的自我保护的手段和工具。但是,如果持续地侵害社会公众投资者的利益,就可能打击公众投资者的信心,导致公众投资者的离场,进而使得资本市场功能萎缩。实际上,这正是近年来中国资本市场持续低迷的重要原因。因此,要促进中国资本市场的改革开放和稳定发展,就必须特别强调保护社会公众投资者的合法权益;在下一阶段着手解决资本市场的一系列重大制度缺陷和问题时,也必须强调以保护社会公众投资者的利益为前提。

非流通股场外低价转让,集中体现了当前在资本市场结构存在缺陷的情况下,对社会公众投资者利益的侵害

在制约投资者对于资本市场信心的各种因素中,非流通股的场外低价转让是十分重要的一个因素。在股权分置的格局下,只要流通股和非流通股之间存在差价,就必然存在占据主导地位的非流通股股东合法侵蚀流通股股东权利的机会,灵敏的市场主体就会发觉其中的盈利机会。

通过对2003年国有股转让进行分类统计,有效转让的312家公司,其中国有股转让334家,剔除国有转让国有的,实际发生的有195家223起,占整个国有股的3.4%左右,其中有一半的转移给民营企业 and 外企。这个过程看来一直在进行,而且目前有加速的趋势。具体的转让形式也很多,如协

议转让，法院裁定，强制拍卖等等。还有一种趋势是通过曲线收购，先收购大股东再去控制上市公司，管理层收购也开始采用间接收购。

这些非流通股股东看重非流通股的什么特性呢？除了投资等方面的理由外，一个非常重要的理由，是他们看中了占主导地位的非流通股不受制约地侵蚀流通股股东利益的可能性，看中的是转让的低价格。在转让的232起当中只有135家有公告，平均价格是2.53元每股，净资产2.28元每股。实际溢价是11%，这可以作为一个参照。2002年溢价大概是6%，1997年溢价是33—34%。

如此一个排斥流通股股东的、场外的低价转让市场，必然使得整个市场中心往下移动，并且在这个过程中，使流通股股东的利益受到侵害。

在股权分裂的状况下，赋予作为弱势群体的社会公众投资者以积极的自我保护权利更为重要

实际上，低价转让只是合规的侵害流通股股东的一种形式，在实际市场运行中还有其他的形式，例如，向流通股股东高价配股增发，利用可转债等不同形式的工具来圈钱，等等。从理论上说，任何以高于非流通股股东自己的成本而低于流通股股东的价格和成本进行的任何配股增发实际上都是对流通股股东利益的侵害。

可能有人会说，在利益受到侵害时，流通股股东可以用脚投票走人，是的，是有这种机制，但是，在非流通股股东股权占用的比例非常大，不能流通、非流通股股东获取的成本也比较低的情况下，流通股股东用脚投票能对他造成什么约束呢？例如，一只价格20元的股票，每股净资产2元钱，流通股股东用脚投票能给非流通股股东造成多大的约束呢？在非流通股占主要的控股地位的条件下，转中退出是不可能形成一个控制权市场的。在全流通的市场上，股票价格的下跌导致外部的兼并收购和市场的优胜劣汰，但是在股权分置的市场结构下基本上不存在这种机制。因此，对于弱势的流通股股东，应当在被动的、认赔出场的、事后的权利之外，还赋予其积极的、事前的权利。

因此，现在的关键问题是，缺乏对流通股作为弱势群体、作为中小股东的有效的保护制度。

其实，在股权分裂的情况下，所谓价值投资的理念是十分脆弱的，即使是持股规模比较大的基金，实际上往往也是无能为力的，或者说原来这种对于流通股股东的侵蚀一直存在，只是原来流通股股东比较分散，只能被动退出，现在基金可以参加会议并表示自己的意见，但是即使不开会，会议的结果也往往是事前可以知道的。现在基金投资讲究所谓核心资产，这些核心资产大部分存在流通股和非流通股分置的问题，控股的非流通股股东就可能在基金公司意料不到的时候高价圈钱。因此，用脚投票是一个消极的权利。用手投票是一个积极的权利，要能够让流通股股东在非流通股股东侵蚀流通股股东的利益之前可作出否决，把其消极权利转换为积极权利，这是非常重要的一点。

按2002年数据测算，非流通股股东的持仓成本是0.60元，同期的每股净资产是2.58元，其中相当一部分是流通股股东利益的转移。在股权分置的条件下，非流通股股东可以用不同的方式，向流通股股东圈钱来享受净资产的上升，流通股股东只能要么掏钱，要么用脚投票退出而已。

因此，在当前的市场环境下，关键还是对流通股股东作为中小投资者进行保护的机制缺乏，例如分类表决制度。实际上，一股独大并不是问题，关键是在大股东滥用这种控制权的时候，缺乏必要的制衡和防范机制。这一次在《意见》中强调要特别保护社会公众投资者的合法权益，为下一阶段推出相应的对于社会公众投资者的保护制度奠定了基础。

在未来的全流通方案中，需要遵循保护投资者特别是公众投资者合法权益的原则，这有利于逐步消除市场对于全流通带来的不确定性

如何逐步解决股权分置问题，是影响到下一阶段中国资本市场发展的最为关键性的问题之一，这也是当前市场上对于投资者信心影响最大的因素之一。在《意见》中，清晰地对这一问题提出了基本的原则：“稳步解决目前上市公司股份中尚不能上市流通股份的流通问题。在解决这一问题时要尊重市场规律，有利于市场的稳定和发展，切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益。”在国务院的文件中清晰地对当前影响市场未来发展的这个重大问题，提出了这三条原则和标准，特别是提及要特别保护公众投资者的合法权益，与原来在全流通问题上更为注重防止国有资产流失、注重从市场上获得更多的减持收益相比，无疑是一个重大的进步，对于稳定市场信心有较大的作用。

---

## 相关文章:

---

[美国共同基金业独立董事制度及其主要特征](#)

[银行立法应注意六个原则](#)

[基金法进展可喜盲区仍存 诸多地方尚需继续完善](#)

[证券投资基金法考验金融监管理念](#)

[返回](#)

---

[网站简介](#) | [招聘信息](#) | [投稿热线](#) | [意见反馈](#) | [联系我们](#)

Copyright © 2003 All rights reserved 中国社会科学院法学研究所版权所有 请勿侵权

地址: 北京市东城区沙滩北街15号 邮编: 100720

[RSS](#)

---