

股权分置改革的

法律问题：

律师视点

吕红兵 李康◎主编

 法律出版社
LAW PRESS CHINA

早在2005年6月，上海市律师协会就与上海市法学会共同举办了“2005年金融法治论坛——股权分置法律问题研讨会”。据考证，这是证券市场上第一个专门探讨股权分置改革法律问题的研究会，故而引起了市场各界和新闻媒体的高度关注……

早在2005年6月，上海市律师协会就与上海市法学会共同举办了“2005年金融法治论坛——股权分置法律问题研讨会”。据考证，这是证券市场上第一个专门探讨股权分置改革法律问题的研究会，故而引起了市场各界和新闻媒体的高度关注……



上海市律师协会文库

股权分置改革的 法律问题： 律师视点

吕红兵
李康◎主编

 法律出版社
LAW PRESS CHINA



上海市律师协会文库

图书在版编目(CIP)数据

股权分置改革的法律问题:律师视点/吕红兵,李康主编.
—北京:法律出版社,2006.7
(上海市律师协会文库)
ISBN 7-5036-6455-X

I. 股… II. ①吕…②李… III. 股份有限公司—股份制
—经济体制改革—法规—研究—中国 IV. D922.291.914

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 067233 号

© 法律出版社·中国

责任编辑/卞学琪 贾 勇

装帧设计/李 瞻

出版/法律出版社
总发行/中国法律图书有限公司
印刷/北京北苑印刷有限责任公司

编辑统筹/法律出版社上海出版中心
经销/新华书店
责任印制/陶 松

开本/787×960 毫米 1/16
版本/2006 年 7 月第 1 版

印张/21.75 字数/364 千
印次/2006 年 7 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

销售热线/010-63939792/9779

传真/010-63939777

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782 西安分公司/029-85388843 重庆公司/023-65382816/2908

上海公司/021-62071010/1636

北京分公司/010-62534456

深圳公司/0755-83072995

苏州公司/0512-65193110

书号:ISBN 7-5036-6455-X/D·6172

定价:48.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

上海市律师协会文库

编委会顾问：缪晓宝 桂晓民

编委会主任：吕红兵

编委会执行副主任：徐晓青

编委会副主任：朱洪超 毛柏根 钱丽萍 王小耘 王国忠
万恩标 吴伯庆

编委会委员：刘小禾 王旭峰 朱树英 陶鑫良 乔文骏
斯伟江 周涵清 庄燕

编委会学术顾问：倪正茂

总 序

中国律师在构建社会主义和谐社会中不可替代、举足轻重的作用越来越为社会各界所关注,律师业的发展也为党和政府的“十一五”规划作为现代服务业的重要内容归入“大力发展”之列。对律师行业的发展而言,“这是一个最好的时代!”

在律师业的发展过程中,对律师“专业人士”的定位没有异议,而对于专业人士是应以“学者型”为方向还是以“工匠型”为方向之争却始终存在。其实这应是殊途同归的命题。“学者型”要求才高八斗、出口成章、理论扎实、结合实践,因此注重研讨、注重文章;而“工匠型”也要求一丝不苟、中规中矩、一针见血、心得颇多,所以注重琢磨、注重经验。因此,上海律师队伍中的“学者们”、“工匠们”在日理万机的执业实践中,始终没有放弃研究、忘记总结,不时地成文、著作,并使之成为开拓业务、提高水平的重要手段。而鼓励、引导律师著书立说,一直是上海律协的良好传统。当2006年新年钟声敲响的时候,上海律协在法律出版社上海出版中心的支持下,确定并启动了出版“上海市律师协会文库”的工作。我们设想,这一文库包括理论探索篇、律师实务篇、法律文件篇等内容,并在实践中不断完善、不断提高。

搭建律师思想碰撞之平台、畅通律师信息传播之渠道、建设律师学问总结之道路、营造律师形象展示之舞台、创建律师文化交流之大厦,这正是我们出版这一文库的出发点与归宿点。

上海市律师协会
二〇〇六年一月

前 言

股权分置改革的启动是中国证券市场 2005 年最大的一件事,而这场改革又将在 2006 年大规模开展并攻克一个个难关。

股权分置改革是中国证券市场特有的政策问题,其中富含着大量的法律问题。而对于参与者之一的律师而言这又是一个值得挑战的律师实务问题。

早在 2005 年 6 月,上海市律师协会就与上海市法学会共同举办了“2005 年金融法治论坛——股权分置法律问题研讨会”。据考证,这是证券市场上第一个专门探讨股权分置改革法律问题的研讨会,故而引起了市场各界和新闻媒体的高度关注。除了执业律师和理论研讨者外,著名的证券市场人士如李康、张长虹也参加会议并做了演讲。本书的内容之一正是在这次会议上提交的论文。

可以说,上海律师在中国证券市场上始终有着重要的地位。如在中国证券发行审核制度大改革的 2004 年,在共 11 名外部专职发审委员中的 4 名律师里,就有一名来自于上海;而 2005 年、2006 年,共 10 名外部专职委员中的 5 名律师里,来自于上海的律师则已增加到 3 名。又据统计,在 2005 年 5 月至 12 月共计 423 家上市公司股权分置改革中,上海律师参与的就达到 78 家,占总数的 18%,仅次于北京律师的参与量,居第二位。值得称道的是,上海律师们在一手执笔签署法律文件时,也不忘一手著作文章,律师的执业心得跃然纸上。

本书可谓理论与实践相结合的结晶,既有专业人士的理论探索,也有执业律师的实务心得,更有一线操作的法律文件,还将操作性的规则附在其中,目的在于给读者以借鉴、以启迪、以指引。

或许这又是从“法律问题”、“律师视点”角度来探讨股权分置改革的第一本著作!

吕红兵
二〇〇六年一月

目 录

第一章 理论探索篇	1
股权分置改革的若干理论问题	1
股改合理对价的类别标准与制度设计	21
选择双方能接受的股权分置改革方案	29
46 家试点上市公司股权分置改革方案综合评价	63
我国非全流通股权结构下实施 MBO 与大比例分红的理论与实证研究 ...	74
股权分置结构下独立董事退出现象研究	92
配股和增发的相关者利益分析和政策研究	125
第二章 律师实务篇	140
股权分置改革的法律分析	140
股权分置改革与非流通股流通	153
股权分置改革与股东利益平衡	169
股权分置改革与中小投资者权益保护	177
股权分置改革与完善流通股和非流通股间的博弈机制	185
股权分置改革与流通股股东表决权保护	192
股权分置改革与内幕交易的防止	202
股权分置改革与可转换公司债券持有人权益保护	213
股权分置改革中操作流程及细化规则	222
股权分置改革中的若干操作性问题	229
后股权分置时代上市公司收购的基本格局	245
第三章 法律文件篇	255
第一批试点上市公司:紫江企业股权分置改革的法律意见书	255

2 股权分置改革的法律问题:律师视点

第二批试点上市公司:宏盛科技股权分置改革的法律意见书·····	261
最早试点的中小企业板块上市公司:苏泊尔股权分置改革的法律意见书·····	267
最早实施股改的含有募集法人股的上市公司:东方明珠股权分置改革法律意见书·····	278
最早实施股改的上市银行:民生银行股权分置改革法律意见书·····	285
最早实施股改的含B股的上市公司:永久股份股权分置改革法律意见书·····	310
最早实施股改的含H股的上市公司:中海发展股权分置法律意见书·····	314
最早以资产重组方式实施股改的上市公司:新疆啤酒花股权分置改革法律意见书·····	325

第一章 理论探索篇

股权分置改革的若干理论问题

一、股改目标不宜多元化

2005年8月19日,随着华联综超及中孚实业两家上市公司股权分置改革方案的顺利过关,第二批股权分置改革试点落幕。综观42家试点公司的股权分置改革方案,有38家上市公司采取了“送股”或“送股+派现”的方式,约占方案总数的90.5%,处于绝对的主导地位。这表明,符合“最简单的就是最好的”原则的对价方案已得到了市场的广泛认可,受到了广大流通股股东的普遍欢迎。

从管理学的角度来分析,第二批42家方案的全部通过,没有形成流通股股东与非流通股股东之间的充分博弈,不是一个最理想的结果;但从整个股改的全局来看,这肯定不是一个最坏的结果,甚至可以说是一个较好的结果。

当前股改中诸项对价方案的顺利通过,与其说是源于其对价本身达到了绝对公平,倒不如说是基于方案本身简单性(如送股方案)基础上的对价,在流通股股东的最大理解范围内以及非流通股股东的最易操作范围内逼近了“对价”的相对公平。这在一定程度上也免除了以繁复的手段与过程(金融创新、二度融资等)实现对价所可能带来的诸多不确定性。所以,我们现在的指导方针并非是在股改过程中引入形色不一的金融创新手段,股改方案的多样化绝非股权分置改革的目标,甚至不宜成为股改的主要手段,而提升股改方案的技术含量也不应是股权分置改革的中心任务。即将出台的《股权分置改革业务操作指引》应该力求以尽可能小的成本、尽可能快的速度以及尽可能简明清晰的过程使股改走向全面成功。

进一步来看,在制定股权分置改革方案中坚持“最简单的就是最好的”原则将有助于降低股权分置改革的成本。在当前定价体系混乱的证券市场中,简单明了的对价方案有助于上市公司非流通股股东减少方案的制定成本;有助于流通股股东适时地从对复杂方案的迷茫中摆脱出来,直接判断对价的优劣,从

而提高流通股股东参与股权分置改革的积极性;进一步的,还可以最大限度地避免非流通股股东与流通股股东之间无谓地讨价还价,降低股权分置改革的博弈成本。此外,用“最简单的就是最好的”原则来约束非流通股股东的非理性行为及股权分置改革本身的进程,不仅大大消除股权分置改革过程中的不确定性、加速改革的进程,还有利于管理层对市场各主体的监管、降低相应的监管成本。

实践表明:在第二批试点改革过程中,市场反映良好,不少试点公司的股价出现了“填权效应”,上证指数亦摆脱了“千点保卫战”,市场人气逐步回升。这一成果的出现无不体现出股权分置改革的意义及“最简单的就是最好的”原则的作用。然而,在这种大好的形势下,总有各种想让“融资活动”及“金融创新”等额外目标融入股权分置改革,从中“搭便车”,让股权分置改革单一目标出现多元化的声音。“一箭双雕”固然是好,然而“二鸟在林不如一鸟在手”。股权分置改革是中国证券市场正常化的制度性前提,而证券市场融资功能的发挥及金融产品的创新均离不开统一稳定的市场定价体系,离不开“后股权分置时代”的证券市场作为基础。

诚然,融资活动是证券市场资源配置功能的重要体现;金融创新是证券市场发展的原动力。但事实上,在股权分置改革中融入“融资活动”及“金融创新”将不可避免地使股权分置改革进程及对价方案趋于复杂化,其结果不利于甚至有害于股权分置改革的顺利进行。此时加入各种金融创新产品,不可避免地加剧各种定价机制的冲突,进一步紊乱市场的定价体系,进而无法稳定市场的价格预期,有违股权分置改革的初衷。正如2005年8月22日上市的宝钢权证,一连几天交易场面火爆,而与此相对应的宝钢股价却是疲态依旧,可谓“冰火两重天”。其中所表达的不仅仅是宝钢权证本身所蕴涵的巨大风险,9年前的“宝安权证交易”就是前车之鉴;更重要的是,权证的定价机制脱离了作为基础的股价,使得上市公司股价的预期无法体现股权分置改革的作用,进而会动摇股权分置改革顺利进行的信心。

显然,让股权分置改革保持目标的单一性成为必然:不仅要让对价方案符合“最简单的就是最好的”原则,而且也要让股权分置改革本身的进程符合“最简单的就是最好的”原则。

二、上市公司不应为非流通股上市流通“埋单”

在股权分置改革方案中,除了考察具体对价金额(数额)是否合理外,还应关注支付对价的实际来源。

上市公司的股东与上市公司是两个独立的法律主体,而上市公司财产与股

东财产更是两个不容混淆的法律概念。因此,在股权改革过程中,向流通股股东支付的对价应该完全来自非流通股股东本身而非上市公司。非流通股股东使用上市公司的钱来向流通股股东支付对价、为股权分置改革“埋单”,这不是对流通股股东的补偿,而是对流通股股东利益的再次侵害,同时亦违反了股权分置改革中保护公共投资者的核心原则。

从法理角度来分析,公司股东通过出资获取上市公司的股份;而上市公司则依据筹集的资本注册成为独立的公司法人,进行独立的经营运作。从这个意义来看,上市公司的股东同上市公司均具有独立的人格,两者在法律地位上是对等的,双方在利益上是不能相互侵犯的。维护上市公司法人资格独立性与完整性是保护公司全体股东利益的基础;因为上市公司是全体股东的上市公司,而不是部分股东的上市公司。处置和运用上市公司财产涉及一个公益权的问题,而公益权的行使则需要上市公司股东大会表决后方能实施。

被否决的清华同方股权分置方案就是一个典型的例子。通过“公司以资本公积金向全体股东转增股本”和“非流通股股东将所获得的转增股份作为对价支付给流通股股东”两个程序的合并进行,该公司非流通股股东巧妙“借用”上市公司资本代替了非流通股股东自己实际应付的对价。退一步说,即使流通股股东认同此方案,在程序上也应该在“类别表决”方案前先进行一次是否允许非流通股股东用上市公司的财产为自己支付对价的“类别表决”。

具体来看,清华同方的对价支付方案是“资本公积金转增 10 送 10”。这个方案包括两部分:一是资本公积金转增股本;二是向流通股股东每 10 股赠送 10 股非流通股的对价支付方案。首先,资本公积金转增股本是一种增资扩股行为,也是一种财产处置及运用的行为,两者均涉及了一个公益权的问题。如今清华同方两步并一步走,其实质是想转移流通股股东的视线,绕开了公积金转增股本这一公益权实施需要表决的程序。这就意味着作为大股东的非流通股股东未经股东大会正式授权而代替上市公司的全体股东来行使这项公益权,显然违背了“上市公司是全体股东的上市公司”的原则。其次,基于上述事实基础上所制定的对价支付方案,其对价支付的来源产生了问题。资本公积金是属于上市公司的财产,用资本公积金转增股本进而向流通股股东支付对价,显然是在用上市公司的钱来支付非流通股上市流通的对价,有违上市公司股东同上市公司相互独立的原则,混淆了上市公司股东的财产与上市公司的财产。这样一来,流通股股东虽然获得了一部分股份,但是非流通股股东自身却没有任何付出,这与非流通股流通上市所需费用应由非流通股股东承担这一原则相矛盾。从这个角度来看,清华同方的方案损害了上市公司的利益,进而损害了广

大流通股股东的利益。在某种程度上来说,这种行为与控股股东利用控股地位利用上市公司为自己进行违规担保等行为没有本质上的区别。

另外,在上市公司成立之初非流通股与流通股同时产生,如今那部分非流通股想要上市流通,这不是上市公司的增发或配股等融资行为,而是对招股说明书的修改,即涉及非流通股股东与流通股股东所签订契约的修改。因此,与非流通股上市有关费用均要由非流通股股东支付,而不是由上市公司来承担。也就是说,与股权分置有关的所有费用,包括保荐费、财务顾问费等,均应由非流通股股东来支付,而非转嫁给上市公司。

可见,“非流通股股东不得以上市公司财产作为自己支付给流通股股东的对价”应该成为股权改革对价支付方案制定过程中必须遵守的一个基本原则,它对保护上市公司法人资格的独立性与完整性以及流通股股东的利益具有积极的作用。在该原则下,继清华同方后的有如长江电力“以资本公积金转增并送股”方式支付对价等同类方案都应在流通股股东层面丧失市场。

三、用金融创新手段解决股权分置问题未必可行

目前市场上流行一种观点:用权证等金融创新的手段来解决中国的股权分置问题。这样不但能够降低改革的成本,提高改革的效率;而且还能最大限度地保护广大流通股股东的利益,最终实现流通股股东与非流通股股东的“双赢”局面。且不论金融创新是否能够达到上述“理想”的效果,需要讨论的是,在现阶段的股权分置改革过程中金融创新是否适用。这是一个前提性的基本问题。

不可否认,金融创新是证券市场发展的原动力,但原动力的产生需要有一定的必要条件。从狭义上讲,金融创新主要通过金融工具的创新及其组合,在充分市场化及竞争的条件下,发挥套利机制的作用,发现市场的均衡价格,从而形成稳定且理性的市场预期,以达到规避风险及获取收益之目的。从本质上讲,金融创新就是对现有金融产品的风险与收益的重组,以满足金融创新产品发行者的偏好与投资者的需求。然而,无论是风险一定下的收益最大化还是收益一定下的风险最小化,都涉及一个收益衡量的问题;进一步讲,就是相关金融产品的定价问题。一个市场化的稳定且统一的定价机制方能满足金融创新中套利机制作用的发挥要求,因为市场化定价是最具效率与透明度的。与此同时,作为金融创新产品的供需双方针对相关金融产品也需要有一个统一的定价预期,否则金融创新产品的设计者无法协调双方的利益,最终会导致金融产品设计的“难产”。

那么,中国股市中是不是具有这样一个稳定且统一的市场定价体系呢?答

案是否定的。长期以来,上市公司的股票被人为地分割为流通股与非流通股,两者各自运作,互不影响,使得流通股股价发生扭曲,长期大幅度地偏离价值,价值规律不能起到应有的资源配置功能。一方面,流通股上市交易,使得流通股股东针对流通股股价的预期是基于当前的成交量与公司的未来现金流之上的;另一方面,非流通股交易则是通过协议转让的方式进行的,使得非流通股股东更加注重公司的资产价格及其重置成本。在实际的投资价值取向中,非流通股股东尤其是国有股股东,是以公司的每股净资产最大化为目标;而广大的流通股股东则是以公司的市值最大化为目标,确切地讲是以股票的买卖差价最大化为目标(这是在上市公司治理不健全的情况下,流通股股东投机股市的必然结果)。显然,流通股股东同非流通股股东在股票的定价机制上是缺乏统一认识的。如今,股权分置改革使得原本相互独立的两个市场逐渐走向融合,从而导致两个独立的股票定价机制进行碰撞,这势必影响流通股股东与非流通股股东对股价的预期,股价的波动亦不可避免,且此过渡期比股权分置解决前的市场预期更为混乱。此时,进行与股权分置改革相关的金融创新活动,一是找不到有关股票的统一且稳定的市场定价体系,无法为金融创新产品进行定价进而衡量收益;二是金融创新产品的提供者(非流通股股东)与需求者(流通股股东)没有共同的利益基础,金融产品设计者无法协调双方的利益。不难看出,在现在的过渡阶段无法为金融创新提供其有效实施的条件。在这种条件下设置出来的所谓“创新”必然是“非驴非马”的东西,同时也很可能成为一些非流通股股东利用股权分置的缺陷向市场与流通股股东进行“圈钱”的工具。

综上所述,金融创新的合适时机应是后股权分置时期,而不是股权分置改革过程中市场定价体系混乱的现在。股权分置改革是中国证券市场的一项制度变革,它为证券市场以后的金融创新提供了必要的制度基础。可以说,那些主张用金融创新手段来解决中国股权分置问题的思路犯了一个本质上和程序上的错误,没有从根本上认识到股权分置改革是进行金融创新的必要的前提条件。

四、警惕股权分置改革中的变相扩容与财务恶化

股权分置改革是中国证券市场“内涵式”发展的必然要求;通过解决股权分置为流通股股东与非流通股股东提供一个共同的利益基础,进而完善上市公司治理,促进证券市场健康持续稳定地发展。然而,有些上市公司却借股权分置改革之名,行变相扩容之事,以“搭便车”的形式想借解决股权分置的大战略吃“股权分置”利益不均衡之“最后晚餐”。前有资本公积金转增股本,后来出现名目繁多的认购权证;不同的是,前者相当于零股价增发新股而后者等价于

按认购价格进行配股(如以上市公司为发行主体)。如果不加以监管与控制,此等变相扩容行为不可避免地给股权分置改革乃至中国证券市场发展带来负面影响。

首先,上市公司借股权分置改革之名实施再融资行为是违规的。根据中国证监会《上市公司新股发行管理办法》及《关于上市公司增发新股有关条件的通知》的规定,上市公司无论是增发新股还是配股均须满足一定条件,经过审批方能实施。如今,上市公司在股权分置改革中有意混淆对价支付方案,等同于再融资行为,试图以对价支付方案的名义来规避上市公司新股发行的审批制原则,这是值得警惕的。一旦“潘多拉的盒子”被打开之后,当股权分置改革全面推进之时,大量绩差公司就会“倾巢出动”,纷纷实施扩容;不但加剧了流通股股东对股价预期的不稳定性,而且还将考验市场对再融资的承受能力。我们知道,中国的股市是资金推动型的市场,在股市连续四年低迷、造血功能不强而失血又非常严重的情况下,这种盲目的再融资行为只能是起到妨碍股权分置改革顺利进行的作用,更别提在股权分置改革中保护公众投资者的利益了。因此,在股权分置改革全面推开时,纠正变相扩容问题是很必要的。

其次,变相扩容不可避免地引起股权分置改革前后上市公司财务指标的恶化。举例说明:A上市公司,总股本为1000万股(非流通股800万股,流通股200万股),公司的净资产为6000万元,公司当年净利润为1200万元。则股权分置改革前公司每股净资产和每股收益分别为6元和1.2元。假定A的对价支付方案为通过资本公积金转增送股的方式进行,即首先将200万元的资本公积金转增为200万股股份,然后,非流通股股东将这200万股全部作为自己的对价给流通股股东送股。这样,股权分置改革后公司总股本为1200万股,其中非流通股股数不变为800万股,流通股为400万股,公司每股净资产和每股收益降为5.0元和1.0元。相比而言,股权分置改革后公司的财务指标恶化了。同理假定,A的对价支付方案变为通过认购权证的方式进行(如果以上市公司而不是非流通股股东为发行主体),即向流通股股东免费赠送200万份认购权证,认购价格为8元、存续时间为1年的欧式权证;并假定1年后上市公司的股价大于认购价格使得流通股股东均行权且以上市公司新发的证券交付方式进行,当年的净利润仍为1200万元。那么,股权分置改革后公司总股本为1200万股,其中非流通股股数不变为800万股,流通股为400万股,公司的净资产变为7600万元,公司每股净资产和每股收益分别为6.33元和1.0元;虽然每股净资产有所上升(这是由溢价“配股”所致),却摊薄了净资产收益率,同时每股收益也是下降的。

最后,更关键的是,变相扩容经由恶化的财务指标将会导致股权分置改革复杂化。股权分置改革是一项系统的工程,有不少的难点和疑点需要克服;如何正确处理兼发 H 股和兼发 B 股上市公司股权分置问题是其中一项难点。在前两批的 46 家试点公司中,管理层似乎回避了上述“特殊”公司的股权分置改革,但问题仍旧客观存在。当前,市场上的焦点主要集中在“非流通股上市流通是否要对 H 股股东和 B 股股东进行补偿”之上。事实上,在股权分置改革没有恶化上市公司相关财务指标的前提下,非流通股上市流通根本无须向 H 股股东和 B 股股东支付任何对价。在中国,A 股市场、B 股市场和 H 股市场是三个相互独立的市场;非流通股上市流通只是就上市公司在 A 股市场《招股说明书》中的“暂不上市流通”条款的修改,即非流通股上市流通是 A 股市场内部的事,是 A 股流通股股东同非流通股股东之间的事,同 B 股市场和 H 股市场无关,当然相关对价支付也就无从谈起。然而,当股权分置改革中对价支付方案动用了上市公司的财产(如公积金转增股本作为非流通股股东自己的对价),方案的实施引起了兼发 H 股和 B 股上市公司相关财务指标恶化,如前文所述的同扩容相关的对价支付方案的实施,意味着股权分置改革损害了 H 股股东和 B 股股东的利益,那么就必须相应地补偿 H 股股东和 B 股股东的损失。

通过上述比较分析,我们不难看出:在股权分置改革中实施变相扩容不仅“规避”了法规,侵犯了上市公司及股东的利益,而且为兼发 H 股和兼发 B 股上市公司股权分置改革设置了人为的障碍,从而使得股权分置改革在全面铺开时变得更加复杂和难以操作,将严重影响改革的顺利进行。正如人们呼吁“对价支付方案需要简单明了”,我们在这里也要重申“改革过程也是越简单越好”。在经过试点以后监管部门应该确立一些基本而简单的标准与原则,以减少博弈成本,保护上市公司所有股东的利益均衡,保证市场规则的公平公正,使这场改革能在健康的轨道上顺利进行。

五、必须给非流通股股东承诺套上法律的“紧箍咒”

承诺禁售期、承诺最低持股比例、承诺以某一价格回购股票以及其他形形色色的甚至超出了中国证监会《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》(证监发[2005]32 号文)相关要求的各上市公司对价支付方案中的非流通股股东补充或额外承诺条款,成为当前股权分置改革试点过程中的一道别样风景,也让原本已让公众投资者“雾里看花”的对价支付方案更增添了一份神秘的色彩。

作为对价支付方案中的一部分,股权流通的相关承诺对非流通股股东是否具有普遍的法律约束力?承诺的兑现是否具备相关法律法规及技术手段等实

质保障?这也将同样影响一个对价支付方案在同一上市公司各类股东利益调节上的实际有效性。

就经济本质而言,股权分置改革方案的核心就是一个对价支付方案。而对价支付方案的制定过程以民法通则及合同法等相关法律原则与规则而论,则是非流通股股东向流通股股东发出要约,以支付对价为条件,与流通股股东一起修改招股说明书中“非流通股暂不上市流通”的条款,进而签订新合同的过程。因此,作为新订合同的存在形式——对价支付方案所包含的承诺条款对非流通股股东是否具有法律约束力,取决于非流通股股东的相关承诺是否构成法律上的要约。

根据股权分置试点改革的程序,对价支付方案在提交流股股东分类表决前已经通过了非流通股股东的表决,是非流通股股东以达成对价支付合同为目的向流通股股东发出的具有具体确定内容(如明确具体的禁售期、明确具体的最低持股比例、明确具体的回购比例或数量以及回购价格、明确具体的增持数量或比例)的意思表示。显然,对价支付方案中非流通股股东所做出的承诺符合合同要约的构成要件,是法律意义上的要约。一旦非流通股股东提出的对价支付方案获得流通股股东分类表决通过,则意味着合同成立,相关承诺条款对非流通股股东具有法律约束力。未经流通股股东的同意,非流通股股东不能单方面更改或撤销相关承诺条款。考虑到非流通股股东与流通股股东之间的合同从本质上讲是非赠与性质的合同,因而有关赠与合同中的免责条款不适用于非流通股股东。这也意味着非流通股股东做出的承诺是可以被强制执行的。值得注意的是,为了防止非流通股股东通过股权转让逃避承诺,必须在法律法规上明确规定承诺与股权本身构成不可分割部分,转让方必须向受转让方完整地披露承诺的全部内容,受转让的股权方在接受股权的同时必须承接原股权相对应的所有承诺。

尽管中国证券业协会《关于保荐机构从事股权分置改革业务有关问题的通知》(中证协发[2005]83号)有“上市公司股权分置改革方案实施后,保荐机构应当持续督导上市公司及其非流通股股东履行在股权分置改革方案中承诺的有关义务”以及“保荐机构及保荐代表人违反本通知的规定,中国证券业协会将追究其执业责任,并视情节轻重给予相应纪律处分”等规定,但实践中,鉴于保荐机构与上市公司之间的委托关系,依赖保荐机构的非强制性监督很难保障非流通股股东承诺的兑现。

确保对价支付方案实施后相关承诺的兑现必须在事前的监督与事后的补偿及处罚上下工夫。从事前监督上讲,一方面要加强相关法律法规的制定和实

施,明确非流通股股东向流通股股东做出承诺是法律行为,让承诺的兑现提到法律层面,这是保证承诺兑现的基础。另一方面,运用各种技术手段保障相关承诺的兑现。例如,对于延长股份禁售期的承诺,可以通过中国证券登记结算有限责任公司控制相关股份的转让与买卖;对于回购股份的承诺,则可以通过相关银行冻结非流通股股东的股票回购资金。如果非流通股股东在对价支付方案实施后发生违约,就必须对流通股股东做进一步补偿。同时“乱世用重典”,对违约的非流通股股东加大处罚力度。除了民事上加重非流通股股东对流通股股东的赔偿外,还可以从行政上处罚相关责任人与上市公司,如暂停高管人员的任职资格、暂停上市交易、暂停增资及配股资格;情节严重的,应等同欺诈,追究相关刑事责任。将承诺未履行的法律责任落实到人,让相关责任人付出应有的代价,才能避免非流通股股东的机会主义行为的发生。

承诺的兑现与否直接涉及“股权分置改革中保护公众投资者利益”这一核心原则,关系到投资者参与市场的信心。而且承诺作为对价支付方案不可或缺的一部分,它的兑现与否关系到对价支付方案实施的成功与否,进而关系到股权分置改革的成败。

更进一步地,承诺的兑现与否折射出中国证券市场的诚信文化与诚信制度建设的现状。中国证券市场普遍缺失诚信文化氛围,尤其需要强调诚信义务和诚信责任。我们应该以此为契机,重塑中国证券市场的诚信文化,为证券市场的“内涵式”发展提供信用保障。从这个意义上说,我们可以将承诺的兑现与否作为反映非流通股股东的信誉、上市公司的商誉、重建中国证券市场诚信文化的“试金石”。

六、新老划断的实质是公平与效率的权衡问题

所谓新老划断应至少包括下列三层含义:其一,未完成股权分置改革的公司不得进行再融资;其二,已经完成股权分置改革的上市公司在一定的时间后可以再进行再融资——配股、增发新股以及发行可转债等;其三,也就是最终的,宣布首次公开发行公司股票为全流通发行。

新老划断时间表的确定问题实质上是一个效率与公平的权衡问题。股权分置改革是有成本的,成本之一就是管理层为了保证股权分置改革健康、稳定、有序进行而停止了IPO和再融资活动;从效率的角度来讲,新老划断实施时间的延迟,意味着符合上市条件的公司失去正常的上市权利及符合再融资条件的上市公司失去正常的融资权利,有可能阻碍相关公司的发展,使整个证券市场配置资源的效率得不到充分发挥;而从公平的角度来讲,新老划断时间表的确定涉及A股上市公司平等参与股权分置改革的权利。如果新老划断时间定得