



深圳证券交易所



第六届会员单位、基金公司研究成果评选

非流通股流通方案的法律解析

A 综合市场类

一等奖

罗培新

海通证券股份有限公司

在本课题完成过程中，海通证券研究所副所长袁国良博士、所长助理何旭强博士提供了指导和帮助。在此作者谨致谢忱。

内容提要

目前对非流通股流通问题的探索和讨论，多停留在技术层面，如出售方式、定价机制、试点选择等。从法律的角度对这一问题进行系统的研究，是极易被忽略、但却始终无法回避的重大问题。因为非流通股走向流通，本质上是利益的再一次重新分配，它绝不仅仅是一个技术设计和选择的问题，更是一个规则重建以调整并保护市场各方预期的问题。为原来利益格局提供制度框架的相关法律法规，必须进行新一轮的调整。

为非流通股流通方案建立一套妥当的法律规则，不但可以使技术层面的操作获得充分的法律依据，避免权利纷争，它更深层的作用在于，在规范严格、预期明确的法律框架下进行千百次的重复交易，将不断强化市场各方的诚信和守法意识，为构建中国股市健康发展所不可或缺的信用文化，发挥着基础性的作用。政府主导下的非流通股流通方案，必须在这方面率先垂范。

本报告全面梳理了非流通股流通过程中所涉及的法律、法规和政策，系统地分析了流通方案将面临的法律障碍，并提出了相应的法律解决方案。

本研究报告的主要内容如下：

（一）首次从法律的角度，本着用语严谨、字义准确的原则，对非流通股流通方案所涉及的关键语汇，进行了精确的法律辨析。在运用法理和逻辑对“同股同权”进行分析后，本文认为，我国流通股与

非流通股在发行价格、条件、流通性等方面存在明显的差异，从一开始即已背弃了“同股同价”这一“同股同权”的前提，因而不适用公司法第 130 条“同股同权”的法律规定。

此外，目前流行的“非流通股股东让利”或“补偿流通股股东”的主张，显失严谨。就法律的角度分析，法律行为有“单方法律行为”、“双方法律行为”和“多方法律行为”之分。“单方法律行为”是指只需由一方当事人做出意思表示即可生效的行为，如放弃继续权、放弃股权等；而“双方法律行为”和“多方法律行为”则是指需由双方或多方意思表示一致才能生效的行为，如买卖、担保等行为。

“让”乃“可以为但主动不为”之意。在论及国有经济的战略性调整时，常有“让利于民”的提法。收缩国有经济战线、国家从一些经营性领域中主动退出，是国有经济放弃存量利益的单方行为，自然无须得到非国有经济实体的认可，言其“让利于民”，无疑恰如其分。而以国有股为主体的非流通股走向流通，它并不是纯粹的弃权(放弃流通权利或放弃因流通而带来的利益)行为。相反，它不但会引起存量利益的大幅调整，而且必将在新增利益方面，引发非流通股与流通股之间的矛盾和冲突。因此，它绝不是非流通股股东“可不可以少拿一部分利益”的单方法律行为，而应是由作为各方当事人的非流通股股东和流通股股东，本着公平、合法的原则，决定如何调整利益格局的多方法律行为。

同样地，“补偿论”也不具备法律基础。“补偿”一词，常用于由于道义或者情感上的可非难性而为受害方提供的一种物质供给或者

其他安排。而这种供给或者安排，更大的意义在于满足补偿方的道德或情感要求，并不具有法律强制性，而且不可避免地要面对“法律对所有财产平等保护”这一法律障碍。此外，“让利论”或“补偿论”还将误导非流通股股东，以为在流通过程中“让利或补偿”与否、全在于自己的单方决断，而并非自己的义务，这反而进一步强化了非流通股与非流通股“同股同权”心理，削弱了流通股股东的博弈力量。

另外，本部分还对“减持”与“全流通”、“类别股东表决机制”、“流通股股东认同率制度”、“一刀切”流通方案的产权基础等进行了细致的法律辨析。

（二）首次从法律的角度，经过系统而缜密的分析，提出任何非流通股流通方案，都必须首先确立两个法律前提：

其一，从非流通股与流通股“同股同权论”，转变为“异股异权论”，以便为非流通股流通方案采取类别股东表决机制奠定法理基础。从历史上看，我国股市一开始即背负着自我证明确实姓社、具有发展和壮大公有制功能的历史重负，因而，整个制度设计从一开始就不是考虑什么样的设计是最合理的，而是考虑什么样的设计是最有可能被接受的。股权割裂这一体制性遗患，成为了我国股市困境的总根源。承认“异股异权”，是尊重历史，更是尊重法理。

其二，从非流通股股东“让利或补偿”流通股股东，转变为非流通股股东“支付流通的对价”。因为从法律上分析，非流通股暂不流通，是具有约束力的承诺，如今要走向流通，是合同变更行为，只有支付对价，双方才可能根据合同法协商一致。如果不做这一解释，那

么即使国有股股东可以“自愿”对流通股股东“让利”或“补偿”，但大量的法人股股东，则完全可以拒绝。

缺乏这两点共识，任何方案都将因丧失法律基础而无限拉长市场博弈过程，并极可能无疾而终。

（三）首次从法律的角度，详细分析了非流通股流通方案所面临的各种法律困境，并提出了相应的解决方案。报告指出，在公司法缺乏类别股东表决机制规定的情况下，可以一方面重新诠释公司法之“同股同权”规定，得出非流通股与流通股属于不同类别股份的结论；另一方面，可以考虑由证监会发布《关于在上市公司中建立类别股东表决制度的指导意见》，对类别股东表决制度的定义、适用的范围和条件做出规定，并采用与推行独立董事制度同样的方法，要求上市公司按照指导意见的要求修改公司章程，在一定的日期前（视流通方案对进度的需求而定）建立类别股东表决制度。两者兼施，就能够在公司法修改之前，以较低的成本构建这一机制。

另外，针对有些法人股不愿流通而政府又无权强行要求其流通的情形，可通过公司股东大会以特别决议的方式，修改公司章程，赋予法人股股东选择权：其一，以净资产向流通股股东配售股份（或向其赠股、法人股主动缩股等其他方式），从而获得流通权；其二，如果不愿流通，则由公司以净资产的价格回购其股份后，再由公司向流通股股东配售，从而达到间接流通的目的。通过法律机制创造“选择权”，既能殊途同归，又满足了尊重私权的法律要求。

（四）最后，本报告指出，在国有资产法规和政策层面，必须突

破限于历史条件而制定的过于僵化的规定，塑造出一个灵活的、市场适应性较强的国有股转让和流通机制。同时，还必须厘清国有股流通方案的决定权主体，明确由全国人大、或由其授权国务院依法行使，而不是由陷于出资人和监管者角色冲突中的国资委直接行使这一权力，这一方面可以使减持和流通获得充分的正当性，另一方面更有利于问题的全面和稳妥解决。另外，在证券法层面，必须妥当地回应非流通股走向流通所带来的巨大挑战。因为在非流通股流通方案“分散决策”的情况下，庄家操控谈判、然后以极不合理的低价侵吞国有资产，或者庄家拉升股价、诱骗散户入场、然后抽身而逃的局面，都极易出现。如何为非流通股走向流通，在信息披露、防范庄家操纵和欺诈等方面提供合理的制度平台，以彻底消弥市场缺陷带来的种种弊端，修订之中的证券法无疑重任在肩。

目 录

1. 引言
2. 非流通股流通方案关键语汇的法律辨析
 - 2.1 “ 减持 ” 与 “ 全流通 ”
 - 2.2 “ 同股同权 ” 缺乏现实基础
 - 2.3 “ 类别股东表决制度 ” 缺乏法律规定
 - 2.4 “ 流通股股东认同率制度 ” 存在缺陷
 - 2.5 “ 让利或补偿论 ” 不具有法律约束力，易引起误导
 - 2.6 “ 一刀切 ” 流通方案受产权规则拘束，难以推行
3. 非流通股流通方案必须确立的两个法律前提
 - 3.1 从 “ 同股同权 ” 到 “ 异股异权 ”
 - 公司法规则的重新解释
 - 3.2 从 “ 让利补偿 ” 到 “ 支付流通对价 ”
 - 合同法规则的合理演绎
4. 非流通股流通方案的法律困境及其克服
 - 4.1 清理国有资产法规和政策，删除过于僵化的规定
 - 4.2 突破发起人持有股份三年不得转让的公司法规定
 - 4.3 创造法律 “ 选择权 ”，尊重产权主体的流通意愿
 - 4.4 诠释 “ 同股同权 ”，确立类别股东表决机制
 - 4.5 构建流通权证制度，促进 “ 流通对价权证化 ”
 - 4.6 理清权源，明确全国人大对国有股流通方案的决定权
5. 结语

1. 引言

股权分置一直是影响中国上市公司行为和中国证券市场长远发展的重要症结之一。这一问题的解决，不仅事关中国证券市场能否健康发展，更直接关系到中国经济改革能否走上一个良性运行的轨道。

目前，对非流通股流通问题的探索和讨论多停留在技术层面，如出售方式、定价机制、转让时机、试点选择等。然而，非流通股走向流通，本质上是利益的再一次重新分配，它绝不仅仅是一个技术设计和选择的问题，更是一个规则重建以调整并保护市场各方预期的问题。在此过程中，为原来利益格局提供制度框架的相关法律法规，必须进行必要的调整和删改。否则，非流通股流通方案将面临重重的法律障碍而难以顺利推进。

基于这种认识，本研究报告从法律的角度，对非流通股流通过程中涉及的法律法规，进行一次全面系统的梳理。力求在分析法律障碍的基础上，提供相应的法律解决方案。

在论文结构方面，本研究报告首先对非流通股流通方案所涉及的关键语汇，进行了精确的法律辨析；以此为基础，本报告提出了任何非流通股流通方案都必须首先确立的两个法律前提；最后，本报告系统分析了非流通股流通方案所面临的六大法律困境，并在综合权衡法律成本和市场影响的基础上，提供了切实可行的解决方案。

2. 非流通股流通方案关键语汇的法律辨析

2001 年以来，社会各界对上市公司股权割裂问题进行了大量的讨论，提出了各种旨在实现上市公司股权全流通的方案。大量的讨论极大地丰富了解决全流通问题的思路，并达成了一些初步的共识。但在此过程中，也出现了一些对全流通的误读和误解。因而，有必要首先对一些关键语汇，从法律的角度给出解释，以奠定对非流通股流通问题进行法律评估的基础。

2.1 “减持”与“全流通”

减持：即减少持有之意，指股份所有者减少其所持股份的行为。国有股减持是国资委行使国有资产出资人权利、减少其所持国有股份的行为。流通股股东抛售其所持股份，也属减持行为，不过这里通常被“转让”所替代。“减持”强调过程，而“转让”则侧重于股份产权的移转结果。对某一类股份“减持”到零，就完成了对该类股份的“转让”。

全流通：指上市公司所有股份、包括原本未能在交易所挂牌交易的股份，都能够在交易所挂牌交易。

全流通与减持的关系：减持不等于全流通，减持可以在交易所市场进行，也可以在场外进行。被减持的股份并不必然获得流通权；然而，非流通股如果获得了全流通权利，也就自动获得了随时在交易所市场减持的权利。

2.2 “同股同权”缺乏现实基础

同股同权：指相同类型的股份，代表着内容相同的权利。根据公司法的一般原理，只有股份所代表的权利和义务具有同质性，才能尽可能地降低表决成本。这项公司法原理有着坚实的经济学基础，最直接地体现为“集体行动成本”---产权人在利益上存在异质性而产生的额外成本。举例而言，在一个十八层楼高的大楼里，电梯给住在一层的人们带来的方便和益处，远不及给住在十八层的人们带来的益处大。所以，因为楼层的不同，对于要不要多付加班工资以加快电梯维修进度，各方会持不同意见。这样，各位业主对维修电梯这一事项的表决倾向，会随着楼层的不同而呈现出较大的异质性。这种异质性，会拉长决策的过程，增加决策成本，甚至引起参与方的总体福利下降。由此对效率的损害，就表现为“集体行动的成本” (Henry Hansmann, 2001)。

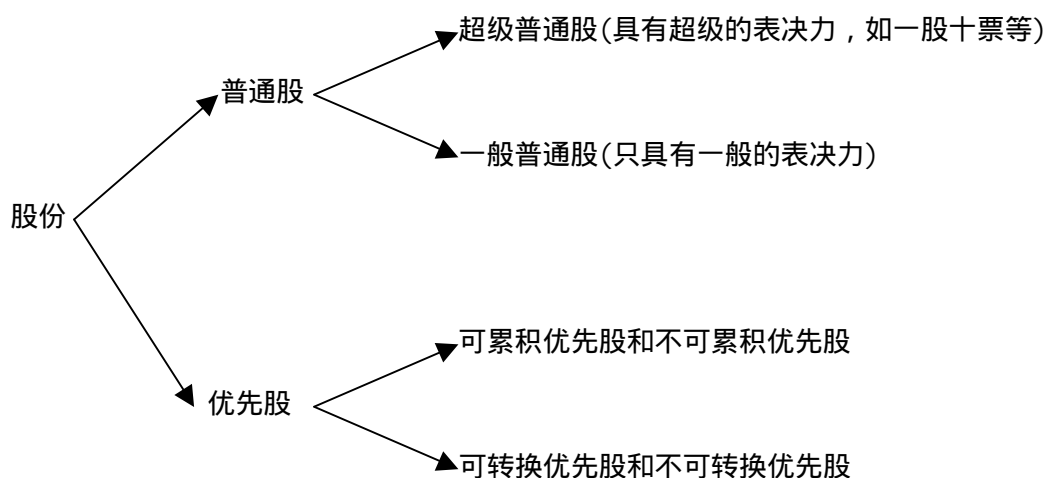
股份公司最初“一股一票”、“每股代表相同权利”的设计，正着意于避免利益异质而带来过高的表决成本。我国公司法第 129 条规定，股份有限公司的资本划分为等额的股份；第 130 条规定，股份的发行，必须同股同权，同股同利。同次发行的股票，每股的发行条件和价格应当相同。任何单位或者个人所认购的股份，每股应当支付相同价额。

从这些规定看，我国公司法是按照最标准的公司经济结构来设计制度规则的，“同股同权”也因此在公司法框架内获得了逻辑意义。然而，众所周知的事实是，割裂的股权结构，使得非流通股与流通股

尽管属同次发行的股票，但发行价格和条件均不相同。“同股同权”在股票发行之初即缺乏现实基础。

2.3 “类别股东表决制度”缺乏法律规定

类别股，是指在公司的股权设置中，存在两个以上不同种类、不同权利的股份。这些股份因认购时间和价格不同、认购者身份各异、交易场所有别，而在流通性、价格、权利及义务上有所区别。在国外，普通股和优先股是两种最基本的类别股。优先股不享有表决权，但可优先分得股息和红利。优先股按股息能否累积，可分为累积优先股和不可累积优先股等；优先股按能否转换为普通股，可分为可转换优先股和不可转换优先股。普通股也可进一步类分。如美国公司法律制度最为发达的特拉华州，允许公司发行表决力大小不等的普通股，投资者购买了不同的股份，就获得了大小不等的表决权。这样，类别股可大致分为“普通股”和“优先股”，而“普通股”可按表决力大小、优先股可按性质的不同，进行更为细致的区分，图示如下：



不同“类别股”的存在，是各国公司法为满足投资者对于风险和盈利预期的不同偏好、顺利完成筹资计划而普遍采用的制度安排。同时，出于尽可能减少集体行动成本的考虑，许多国家的公司法规定，不同类别的股份分开表决，这就形成了“类别股东表决制度”。在这种制度下，一项涉及类别股东权益的议案，一般需本类别股东及其他类别股东分别审议，并获得各自的多数同意才能通过。如根据香港公司条例的规定，只有获得持该类别股面值总额 3 / 4 以上的绝对多数同意或该类股东分别经类别会议的特别程序，才能通过有关决议。

我国类别股东表决机制的法律规定存在极大的缺漏。有限的规定仅体现在 1994 年 8 月的《赴境外上市公司章程必备条款》中。该《必备条款》将境外上市公司中同时存在的 A 股、H 股或 B 股称为类别股，并对相关的会议规则做出了规定。但这些规定对于境内上市公司的流通股股东而言，无疑只能是望梅止渴。因为该《必备条款》将法定类别股限于普通股、外资股(包括 H 股和 B 股)，而且只对境外上市公司生效。另外，值得注意的是，证监会于 2002 年 7 月发布了《关于上市公司增发新股有关条件的通知》。该通知第 5 条规定：“增发新股的股份数量超过公司股份总数 20% 的，其增发提案还须获得出席股东大会的流通股股东所持表决权的半数以上通过。”然而，这一《通知》，只是证监会专门就“增发”而颁布的行政规章，对其他事项均无法律效力。

所以，尽管我国的类别股事实上应当包括国有股、法人股、个人股，但在目前的法律和政策框架内，对于非流通股流通方案采取类别

股东表决制度，尚无法律和政策依据。

2.4 “流通股股东认同率制度”存在缺陷

值得注意的是，有学者不赞同股东类别表决方案。“股东分类别表决是在股权统一前提下的一种表决制度，它是指在涉及到该类别股东利益时才由这部分股东予以表决，不涉及的就不表决，从某种程度上来说，这还是一种消极的权力；而流通股股东认同率制度则不同，它是在股权分裂的情况下保护流通股股东利益的一种重要手段和途径，即凡是涉及公司经营、分配、融资与再融资等重大事项都要经过流通股股东的表决和认同，这包括公司的重大资产重组与股权置换行为、公司分红与再融资等会对不同类别股东的利益有重大影响的行为以及非流通股转为流通股这样能够引起公司乃至整个股市的运行格局发生重大改变的重大行为等，这样的表决和认同更多地体现着一种积极的权力。”（韩志国，2003）另有一些学者也对此表示附议。（华生，2003）。

事实上，从功能上说，类别股东表决制度与流通股股东认同率制度并没有本质的区别。它们都是为了解决由于股权类型不统一而带来的利益异质问题。但流通股股东认同率制度的局限性在于，如果公司的一切重大事项（而不仅是非流通股的流通问题），都必须获得一定的流通股股东“认同率”，这无疑有悖于股份经济的基本原理：出资、收益、风险，必须与表决权相配比。小股东如果获得了与其收益权不相匹配的过高的表决权重，由于他们无法获得表决权下的全部收益，

将带来过高的代理成本，甚至会引发敲诈或者其他道德风险。(Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel, 1994)

区分这两项制度，对于设计切实可行的方案，既是技术前提，也是法律基础。

2.5 “让利或补偿论”不具有法律约束力，易引起误导

“让利论”。在论及国有经济的战略性调整时，常有“国家不与民争利”、“让利于民”的提法，准确而形象地描述了国有经济的收缩意图。也许是受此影响，一些为全流通政策提供建议的学者也称，非流通股流通政策的思路之一为“‘非流通股股东让利’原则：为使双方协商一致，非流通股股东可以少拿一部分，让利于民。”(夏斌, 2003)

就法律的角度分析，法律行为有“单方法律行为”、“双方法律行为”和“多方法律行为”之分。“单方法律行为”是指只须由一方当事人做出意思表示即可生效的行为，如放弃继续权、放弃股权等；而“双方法律行为”和“多方法律行为”则是指须由双方或多方意思表示一致才能生效的行为，如买卖、担保等行为。

“让”乃“可以为但主动不为”之意，收缩国有经济战线、国家从一些经营性领域中主动退出，是国有经济放弃存量利益的单方行为，自然无须得到非国有经济实体的认可，言其“让利于民”，无疑恰如其分。而以国有股为主体的非流通股走向流通，它并不是纯粹的弃权(放弃流通权利或放弃因流通而带来的利益)行为。相反，它不但会引起存量利益的大幅调整，而且必将在新增利益方面，引发非流通

股与流通股之间的矛盾和冲突。因此，它绝不是非流通股股东“不可以少拿一部分利益”的单方行为，而应是由作为各方当事人的非流通股股东和流通股股东，本着公平、合理、合法的原则，决定如何调整利益格局的多方行为。

如果不做这一解释，那么从法律的角度分析，即使作为国有股东的国资委，可以“自愿”对流通股股东“让利”，但大量的法人股股东，则完全可以拒绝“让利”。

“补偿流通股股东论”。与“让利论”一脉相承的是“补偿论”，即非流通股股东必须补偿流通股股东，并且补偿的程度越大越有利于方案的执行和市场的认同。然而，从法律的角度分析，“补偿”是含混不清的暧昧字眼，常用于由于道义或者情感上的可非难性而为受害方提供的一种物质供给或者其他安排。但这种供给或者安排，更大的意义在于满足补偿方的道德或情感要求，并不属强制性的法律义务。与此最为接近、但法律含义大相径庭的语汇是“赔偿”，指一方非法致使他人权益受损而做出金钱或其他方式的弥补。

另外，“补偿论”必然会面临的法律瓶颈是法律对所有财产的平等保护。由于股权割裂这一体制性原因，在目前的法律制度框架下，非流通股及其增值部分的财产取得方式，尽管不合情理，但仍属合法取得，法律无法强制性地要求非流通股股东做出补偿。

总之，“让利论”与“补偿论”，在一定程度上误导了市场，削弱了流通股股东的博弈力量。2003年末，非流通股股东多次强调要对所有投资者“一视同仁”，佐证了这一点。

2.6 “一刀切”流通方案受产权规则拘束，难以推行

在非流通股流通方案的设计上，争论相当激烈的还有方案的推行问题。有方案认为，应由国家有关部门统一决策，制定流通时间表，可以先搞试点，待方案成熟完善后推而广之，最后达到全流通。这种设想常见于国有股减持被叫停后的方案征集阶段。

从法律的角度分析，非流通股是否流通，其决定权在于产权主体，而以什么价格流通，则是市场博弈的结果。任何股东，不论所有制形式如何，其行为均不能凌驾于公司法、证券法以及合同法规则之上。一种特定类型的股东，不能以假借行政命令的方式，胁迫其他类型的股东接受其决定。国资委作为国有产权代表，固然可以代行国有股的转让意愿（但不能单方面确定流通方案）。但目前非流通股已经不完全是国有股。国有股经过前一段时期较为集中的协议转让，相当部分已经由非公有经济成分拥有，受让者权益应当是原有合同的延续，更改合同显然缺乏法理基础。因此，由国家制定非流通股流通时间表，或者采取一刀切的做法，只能是无强制执行能力的建议而已。

任何非流通股流通方案，不论是否必须在政府的主导下进行，都必须注意法律规则的衔接与顺畅，否则很难获得通过。

3. 非流通股流通方案必须确立的两个法律前提

3.1 从“同股同权”到“异股异权”---公司法规则的重新解释

根据前述“同股同权”的法律解释，我们可以合乎逻辑地推出，

不同种类的股份，其权利内容应当不同，即“异股异权”。这样，我国公司法第 130 条关于“同股同权”的规定，如果要适用于流通股与非流通股，则无论是在逻辑还是在法理方面，都难以顺畅。

股权割裂是中国证券市场的“原罪”。在当时特定的历史条件下，为经受“姓社姓资”的意识形态质疑和攻击，从而取得合法地位，我国股市一开始即背负着自我证明确实姓社、具有发展和壮大公有制功能的历史重负，而这个制度性遗患造成的股权割裂，成了中国股市困境的总根源。因而，整个制度设计从一开始就不是考虑什么样的设计是最合理的，而是考虑什么样的设计是最有可能被接受的。在这个自我证明姓社的实践过程中，股市成为国家分配资源、甚至是转移财富的一种渠道。由于对割裂的股权结构视而不见，公司法中“同股同权”的制度设计，使得非流通股股东可以非常方便地分享来自个人股东的溢价收入，甚至许多非流通股股东“盘剥”流通股股东的“铁血法则”，也竟“合法”地产生，“资本神话”因而也层出不穷。

以上分析表明，在股票发行之初，非流通股股东即已背弃了公司法第 130 条“同股同价”这一“同股同权”的前提，嗣后又利用割裂的股权结构，进行大幅度的财富转移。如果目前在非流通股流通问题上，又要主张“同股同权”，显然缺乏法律基础。

总之，非流通股与流通股，属于性质不同的股份，属于“异股异权”，因而不受公司法“同股同权”规则的拘束。

3.2 从“让利补偿”到“支付流通对价”---合同法规则的合理演绎

前述分析表明，“让利与补偿论”，一方面由于不属严格的法律用语而丧失了法律拘束力，另一方面，这种表述给非流通股股东以一种误导，以为在流通过程中“让利与否”、“补偿与否”，全在于自己的决断，而并非自己的义务。

鉴于此，笔者认为，有必要厘清表述，将它表述为“非流通股股东支付流通的对价”。

在法律上，对价（*consideration*）或称约因，是指一方为取得合同权利，而向对方当事人所作的给付。缺乏对价，一项合同不可能成立或变更。

非流通股要取得流通的权利，必须支付“流通的对价”。其解析范式如下：

我国公司法、证券法以及其他法律法规中，从未出现国有股、法人股不能流通的字眼，相反，公司法第 130 条规定，股份必须同股同权同利；证券法第 3 条规定，证券发行必须公平公正公开。就此而言，我国国有股和法人股似乎并非不具备上市流通的权利。

然而，仔细研读现行的公司法，国有股和法人股暂时不许上市流通，却是明白不过的“潜规则”。

我国公司法第 74 条规定，股份有限公司的设立，可以采取发起设立或者募集设立的方式……募集设立，是指由发起人认购公司应发行股份的一部分，其余部分向社会公开募集而设立公司。公司法的这条规定，为不流通的发起人股——主要体现为国有股和法人股——与流

通的社会公众股共存于公司中，提供了制度平台。

另外，公司法第 152 条规定，股份有限公司申请其股票上市必须符合下列条件：……向社会公开发行的股份达公司股份总数的百分之二十五以上……。“向社会公开发行的股份”要满足一定比例的要求，从表面上看，是为了满足证券市场对公司股权流动性的要求，但更深的层面在于，它隐含着一个假定，即向社会公开发行之外的股份——发起人股，在未来的三年内不得上市流通。三年内一旦上市流通，就必须支付变更合同的对价。进而，公司法第 147 条规定，发起人持有的本公司股份，自公司成立之日起三年内不得转让，更加强化了这种理解。

所以，所有的流通股股东都认为，发起人在发行股票时，对非流通股有“暂不流通”的承诺，这种承诺已经构成了投资者的心理预期，对市场的供求关系进而对流通股的股价产生了决定性的影响。因而，非流通股“暂不流通”，可以被认为是一个具有约束力的默认的合同条款。非流通股股东要改变合同，获得流通的权利，就必须与合同的另一方——流通股股东协商一致。因为按照《中华人民共和国合同法》第 77 条规定，只有当事人协商一致，才可以变更合同。在各方达成一致之前，非流通股不具有流通权。显然，非流通股股东必须支付相应的对价，合同各方才可能“协商一致”，进而变更合同，实现非流通股的流通。

这是无法逃避的法律逻辑，近年来市场的反应，多次回应了这一点。

明确概念并确立法律前提后,本文接下来对流通方案面临的法律障碍及其应对策略作一个总体的评估。

4. 非流通股流通方案的法律困境及其克服

4.1 清理国有资产法规和政策,删除过于僵化的规定

其一,1994年 国家国有资产管理局、国家经济体制改革委员会联合发布的《股份有限公司国有股权管理暂行办法》第27条规定,国有股持股单位不得以任何理由、任何方式同意单方面缩小国有股权比例。这两个“不得以任何”的规定,是直接规范国有股权管理与处置办法的相关规定中最直接、最为刚性的一条。因为国有股无论是通过配售、缩股、回购、赠股等方式实现流通,都将构成国有股权比例的缩小,因而受制于这一规定。

以可能的回购方案---上市公司按照净资产的价格向非流通股股东回购并注销非流通股---为例。虽然我国公司法规定,公司为减少注册资本或与持有本公司股票的其他公司合并时,可以由股东大会决定回购并注销股份,而且《暂行办法》的效力要低于公司法,但国有持股单位作为最大的股东,如果要承担过大的政治风险,将不会在股东大会中赞成回购方案,以至于公司无法通过股东大会而完成国有股回购的法律程序。

其二,2003年12月15日,国资委发布了《关于规范国有企业改制工作的意见》。该《意见》在“定价管理”一项中规定,上市公司国有股转让价格在不低于每股净资产的基础上,参考上市公司盈利

能力和市场表现合理定价。据此规定，国有股上市流通的底价应为每股的净资产价格。这条规定值得商榷之处在于，价格的形成本是市场博弈的结果，购买方对资产未来的增值预期，直接决定着价格的高低。而且，从历史上看，国有股每股净资产已经包含了从流通股“转走”的部分价值。如今先行确定“净资产底价”，然后要求流通股股东以此为基础，与非流通股股东展开“博弈”，其合法性和市场效果都存在很大的悬疑。

这些僵化的规定，都有必要进行相应的调整。

4.2 突破发起人持有股份三年不得转让的公司法规定

我国公司法第 147 条规定，发起人持有的本公司股份，自公司成立之日起三年内不得转让。对于我国相当部分的上市公司而言，如果公司成立未满三年，大量的国有股权和社会法人股，作为当然的发起人股份，都将面临这一法律困境。事实上，国务院在 2001 年 6 月 12 日发布的《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》中，也似乎是察觉到了公司法这条规定给国有股减持带来的许多尴尬，于是在该办法第 5 条中规定，股份有限公司设立未满 3 年的，拟出售的国有股通过划拨方式转由全国社会保障基金理事会持有，并由其委托该公司在公开募股时一次或分次出售。”这里以“划拨”和“委托”两个词代替了“转让”，但其终极目的仍旧是“出售”。这样，无论在法律上作何种解释，国有股任何形式的减持，都是产权主体的变更，都是法律意义上的“转让”。所以，其中的法律障碍仍无法回避。

值得注意的是，2001年7月24日，作为试点并开始减持之旅的四只新股，都没有能够符合“成立三年的要求”。烽火通信成立于1999年12月25日，其国有股应该在2002年12月25日之后方可转让，同理，成立于1998年10月的北生药业、1999年9月30日的江汽股份、1999年9月3日的华纺股份也都不具有在当时转让国有股的资格。对此事件的解释，财政部与证监会的有关部门曾表示，四家方案的拟订，完全以国务院2001年6月12日颁布的《暂行办法》为准，并不违反公司法。而且，公司法第148条规定，“国家授权投资的机构可以依法转让其持有的股份，也可以购买其他股东持有的股份。转让或者购买股份的审批权限、管理办法，由法律、行政法规另行规定。”似乎这可以成为《暂行办法》规定“委托出售国有股”的法理依据。然而，必须注意的是，公司法第148条所谓“由法律、行政法规另行规定”的对象，只是有关转让或者购买股份的“审批权限和管理办法”，而并不涉及突破“三年内不得转让”的限制。否则，从最基本的立法技术和语言逻辑出发，如果公司法第147条“三年不得转让”的规定有例外适用的情形，就应在该条中做出除外规定。而且，从当时的立法本意出发，“发起人三年不得转让所持股份”，既是维持公司经营稳定的需要，也是其分享向公众高溢价发行股票所带来收益而必须承担的责任。其隐含的假定是，发起人在三年内必须“留守”公司，既不能协议转让，更不能“上市流通”，这是一项有约束力的承诺，构成了投资者明确的心理预期。

未满三年的发起人股份不得转让，非流通股流通方案的这一首要

瓶颈，必须予以突破。删除这一规定的法理解释仍然是“支付流通对价”，从而改变这一“合同约定”。

4.3 创造法律“选择权”，尊重产权主体的流通意愿

任何一种流通方案，都无法回避一个根本性的问题，即非流通股股东的意愿问题。1994年《股份有限公司国有股权管理暂行办法》第2条规定，国家股和国有法人股统称为国有股权，其产权代表是政府。在政府主导的减持模式下，不管采取哪种模式，在法律上都可以认为已经获得了产权人的同意。而社会法人股则不同，政府无权替代社会法人股股东做出决定。因而，征得后者同意，是方案推行所不可回避的法律逻辑。

以可能的配售方案---非流通股以净资产价向流通股股东定向配售---为例。如果社会法人股股东不同意，能否强制推行？在目前的法律框架内，几无可能。因为公司法第103条只是规定，股东大会有权对公司增减注册资本、公司合并、解散等事项做出决议，但对于非流通股以净资产向流通股定向配售，股东大会却无此权限。所以，即使国有股控制着股东大会，也无权做出这一决议。

但有没有变通方案？在法理上，可行的变通方案是提供法律选择权，因为存在选择权的制度设计，可以避免私权遭受国家强力压迫的诟病，这在法理上完全可行。近年来，备受争议的郑百文重组方案最后获得通过，为非流通股的流通方案树立了一个可资借鉴的样板。

2000年12月31日，郑百文召开股东大会，确定了一项特殊的重

组框架，其部分内容为：三联集团公司豁免郑百文的债务，但郑百文的全体股东，包括非流通股和流通股股东需将所持公司股份的约 50% 过户给三联集团公司；不同意的股东将由公司按公平价格回购，公平价格由下一次股东大会以《独立财务顾问报告》确定的价格为准。这一方案，历经千难万险终于顺利通过。这在法律上无疑具有示范意义。

流通方案也可采取类似的设计，来实现以国有股“带动”法人股流通的目的。在进行方案设计时，可通过公司股东大会以特别决议的方式，修改公司章程，赋予法人股股东选择权：其一，法人股以净资产向流通股股东配售股份（或赠股、缩股等其他方式），从而获得流通权；其二，如果法人股不接受，则由公司以净资产的价格回购其股份，再由公司向流通股股东配售，从而达到间接流通的目的。通过法律机制创造“选择权”，既殊途同归，又满足了尊重私权的法律要求。

顺便提及，在配售方案中，还必须注意两个问题：（1）严格控制流通股股东范围的问题。非流通股以净资产向流通股股东定向配售，必须将对象严格限制为上市公司在册的流通股股东，如果向其他投资者配售，将造成新的“同股不同价”，稀释并严重损害在册股东的权利。（2）禁止同时低价协议转让非流通股。场外低价协议转让非流通股的行为一直没有停止过。但一旦以净资产向流通股配售的方案出台，必须立即停止这一行为。否则让没有付出“历史成本”的“场外人”获取减持利益，将损害在册股东权益。

4.4 诠释“同股同权”，确立类别股东表决机制

根据前文“流通方案必须确立的两个法律前提”的论证，非流通股与流通股属于不同的股份，不适用我国公司法第 130 条关于“同股同权”的规定。所以，尽管在我国目前的法律和政策框架内，将类别股东表决制度适用于非流通股流通方案尚无明确的法律和政策依据。但从公司法基本原理出发，在“异股异权”情况下，对流通方案采取类别股东表决机制，却仍然存在厚实的法理基础。

当然，为避免争议，从最低的立法成本出发，可以考虑的方案有两条：

其一，由有关监管部门（证监会或证监会与国资委联合）通过行政规章的形式，确立类别股东表决制度，并明确对流通方案适用。可资借鉴的样板之一是，2001 年 5 月证监会发布了《关于在上市公司中建立独立董事制度的指导意见》，原本是一片空白的上市公司独立董事制度，现在已经蔚为成型。类似地，为促进流通方案的推行，一种可行的设想是证监会或者证监会与国资委（考虑到国资委对于流通方案所负有的职责）联合发布《关于在上市公司中建立类别股东表决制度的指导意见》，对类别股东表决制度的定义、适用的范围和条件做出规定，并采用与推行独立董事制度同样的方法，要求上市公司按照指导意见的要求修改公司章程，在一定的日期前（视流通方案推行的进度而定）建立类别股东表决制度。

其二，由各上市公司通过非流通股股东与流通股股东之间的博弈，通过股东大会修改公司章程，写入类别股东表决机制，并明确适

用于流通方案的表决。

这两项方案的一个共同前提是尊重事实，尊重“异股异权”的逻辑，除承认 A 股、H 股、B 股的划分外，还应将国有股、法人股、个人股确定为类别股。对流通方案进行表决时，必须举行类别股东会议，并分别取得非流通股股东和流通股股东的多数通过。

非流通股与流通股长期割裂这一中国特有的资本市场痼疾，使得对“类别股东表决机制”的市场需求，在股市长期走低、流通股股东信心严重受挫的情况下，显得尤为迫切。而在公司法修改短期内无法完成的情况下，这两种方案，可以比较迅速地弥补当前立法的缺漏。当然，在政府主导下的非流通股流通，比较可行的是第一种方案。

4.5 构建流通权证制度，促进“流通对价权证化”

前文的分析表明，非流通股要走向流通，必须向流通股股东支付“流通对价”，而不是“让利”或“补偿”。而价格的确定，随着公司上市时间长短、业绩及市场前景的不同呈现出明显的差异。因而，它本质上是市场博弈、个案推进的过程，事实上无法由政府提供整齐划一的方案。这样，非流通股以什么形式支付“流通的对价”，就成为一个焦点问题。

在目前的制度框架下，可行的一种方案为，按持股比例、并综合考虑其他因素，向流通股股东无偿发放非流通股流通权证。这样，非流通股股东没有任何损失，因为它本来就没有流通的权利，相反，由于流通权证的存在，它有了额外的选择，即通过获得流通权证得到二

级市场流通的权利。至于非流通股股东是否愿意选择股权流通，则由它自己在综合衡量控制权的得失、取得流通权的成本、流通后收益等因素的基础上做出，这是市场行为，政府无须进行干预。

流通权证可以被简化地定义为：1 份流通权证 + 1 股非流通股(国有股或法人股)= 1 股流通股。在具体操作上，各公司可以设定某一天为股权登记日，向所有流通股股东配发流通权证。每一股流通股获配的流通权证数量，为该上市公司非流通股数量除以流通股数量之商。举例而言，用友软件总股本为 1 亿股，流通股为 2500 万股，即 2500 万股流通股的持有人拥有用友软件全部 1 亿股股份的流通权，除去自身 2500 万股的流通需要，还有可供转让的 7500 万股的流通权，因此，每一股流通股可以获配 3 份流通权证。这样，将会有 7500 万份流通权证产生，也有 7500 万股非流通股等待进入流通市场，二者正好匹配。

非流通股股东可以在市场上购买流通权证，流通股股东也可以向非流通股股东购买非流通股，只要流通权证和非流通股相结合即转化为新的流通股，而流通权证和非流通股同时消灭。沪深交易所组织流通权证的交易以及流通权证和非流通股结合转股等事宜。流通权证可以是无形的，由中央登记结算公司统一托管，中央登记结算公司为每一个股东自动产生一个流通权证户头，以方案实施之日为准，向流通股股东配发前述比例的该股东投资的上市公司的流通权证。流通权证的交易采用和目前股票交易同样的电子自动撮合交易系统。为了促进非流通股尽快和流通权证相结合转化为单一的流通股，设定一个 5 年

或稍长时间的一个转股期限，到期上市公司有权使用配股资金按照净资产折价强制回购，从而消灭非流通股。非流通股消灭时，流通权证也同时消灭，不再有任何价值。

4.6 理清权源，明确全国人大对国有股流通方案的决定权

确定国有股流通方案，通常的理解是由作为国有股权代表的国资委与流通股股东共同进行。因为国资委的职责之一是，根据国务院授权，依照《中华人民共和国公司法》等法律和行政法规履行出资人职责，起草国有资产管理的法律、行政法规，制定有关规章制度。但仔细分析我国目前的法律框架，却不能得出这样的结论。

国资委对国有股的权力源于国务院的授权。而国务院是否有权制定行政法规，决定减持国有股以补充社保基金？根据中国《立法法》的规定，国务院可以根据宪法和法律，制定行政法规，就下列事项做出规定：“（一）为执行法律的规定需要制定行政法规的事项；（二）宪法第八十九条规定的国务院行政管理职权的事项。”另外，对应当由全国人民代表大会及其常务委员会制定法律的事项，国务院也可以根据全国人民代表大会及其常务委员会的授权决定先暂行制定行政法规，待经过实践检验，制定法律的条件成熟时，再由国务院及时提请全国人民代表大会及其常务委员会制定法律。

所以，国务院如果有权制定行政法规，决定国有股流通方案，则必属以下三种情形之一：其一，为执行已经存在的法律规定的需要而制定行政法规，以与之配套；其二，国务院得到了全国人大及其常委

会的授权；其三，国有股流通，属于国务院行政管理职权事项之一。

其中，由于国有股流通尚未有法律规定，而且直到目前全国人大及其常委会也未授权国务院决定国有股流通方案，所以第一和第二种情形都不存在。唯一的可能是第三种情形，即国有股流通，本属国务院行政管理职权事项之一。《中华人民共和国宪法》第 89 条列出了国务院有权行使的十八项职权，其中最有可能的是第六项“领导和管理经济工作和城乡建设”。

但从法理上分析，国有股的价值源于公民劳动的历史凝聚，属于全民共有的财产；而减持国有股以筹集社保基金，直接受益的是作为社保基金受益人的全体公民，但同时又影响到目前数千万股民的私人财产权利和切身经济利益。因而，对全民财产的处分及其对私人财产权的影响等问题，从法理上看已经超越了一般的政府行政管理权的层次，而理应诉诸作为国家最高权力机关的全国人大。因此，在没有明确的法律根据或得到人大的明确授权之前，就算权宜上可以对宪法规定的行政管理职权进行宽泛解释，国务院就国有股减持问题制定行政法规的法律依据恐怕也有欠完满。正因为如此，国务院 2001 年 6 月出台的《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》，只是泛泛地称“为完善社会保障体制，开拓社会保障资金新的筹资渠道，支持国有企业的改革和发展，制定本办法”，其法理基础并不牢固。

由于国有股的流通方案，关系到全民（包括但不限于国有股与流通股之间）财产的重新分配，国务院在得到最高权力机关的授权之前，无权单独决定，自然也就无法对国资委做出授权。明确全国人大对国

有股流通方案的决定权，而不是由陷于出资人和监管者角色冲突中的国资委行使这一权力，更有利于问题的全面和稳妥解决。

5. 结 语

为非流通股流通方案建立一套妥当的法律规则，不但可以使技术层面的操作获得充分的法律依据，避免权利纷争，它更深层的作用在于，在规范严格、预期明确的法律框架下进行千百次的重复交易，将不断强化市场各方的诚实和守信意识，为构建中国股市健康发展所不可或缺的信用文化，发挥着基础性的作用。政府主导下的非流通股流通方案，必须在这方面率先垂范。

首先，在国有资产法律法规层面，必须突破限于历史条件而制定的过于僵化的规定，塑造出一个灵活的、市场适应性较强的国有股转让和流通机制。同时，还必须厘清国有股流通方案的决定权主体，明确由全国人大、或由其授权国务院依法行使，以使减持和流通获得充分的正当性，并促进问题的全面和通盘解决。

其次，在公司法层面，由于中国股权分置，必须重新解释公司法第 130 条关于“同股同权”的规定。异股异权、类别股东表决机制都必须予以确认。对游离于政府控制之外的法人股设计流通方案，必须以提供选择权的方式妥当进行，既使政府免于遭受侵犯私权之诟病，又能平滑地实现法人股之流通。

第三，在证券法层面，必须妥当地回应非流通股走向流通所带来的巨大挑战。在非流通股流通方案“分散决策”的情况下，庄家操控谈判，然后以极不合理的低价侵吞国有资产、或者庄家拉升股价、诱

骗散户入场、然后抽身而逃的局面，都极易出现。如何为非流通股走向流通，在信息披露、防范庄家操纵和欺诈等方面提供合理的制度平台，以彻底消弥市场缺陷带来的种种弊端，修订之中的证券法无疑任重而道远。

附录：非流通股流通方案面临的主要法律、政策障碍及其解析

颁布日期、机关	法律法规或政策名称	相关条款	含义解析
1993年颁布 1999年修订 全国人大常委会	《中华人民共和国公司法》	第一百三十条：股份的发行，实行公开、公平、公正的原则，必须同股同权，同股同利。 同次发行的股票，每股的发行条件和价格应当相同。任何单位或者个人所认购的股份，每股应当支付相同价额。	从表面上看，这条规定为非流通股与流通股“同股同权”论，提供了法律依据。 然而，同样可以从该条第二款，即“每股发行条件和价格应当相同”的规定、以及非流通股与流通股“同股不同价”的事实，逻辑地推导出非流通股与流通股“异股异权”。
1993年颁布 1999年修订 全国人大常委会	《中华人民共和国公司法》	第一百四十七条：发起人持有的本公司股份，自公司成立之日起三年内不得转让。	发起人三年内必须“留守”公司，既不能协议转让，更不能“上市流通”，这是一项有约束力的承诺。要变更合同，就必须“支付对价”。
1994年 国家国有资产管理局 国家经济体制改革委员会	《股份有限公司国有股权管理暂行办法》	第二十七条：国有股持股单位不得以任何理由、任何方式同意单方面缩小国有股权比例。	这是直接规范国有股权管理与处置办法的相关规定中最直接、最为刚性的一条，对国有股流通方案，将构成法律障碍。
2003年12月15日 国资委	《关于规范国有企业改制工作的意见》	在“定价管理”一项中，该《意见》规定，上市公司国有股转让价格在不低于每股净资产的基础上，参考上市公司盈利能力和市场表现合理定价。	价格的形成本是市场博弈的结果，购买方对资产的增值预期直接决定着价格高低。而且，从历史上看，国有股每股净资产已经包含了从流通股“转走”的部分价值。这种先行确定“净资产底价”，然后要求流通股股东以此为基础，与非流通股股东展开“博弈”的做法，其合法性和市场效果都存在很大的悬疑。

参考文献

- [1] Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, (1991).
- [2] Joel Seligman, *A Brief History of Delaware's General Corporation Law of 1899*, 1 Del. J. Corp. L. (1976).
- [3] Adolf A. Berle & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, The Macmillan Company. (1991).
- [4] Edward S. Adams, John H. Matheson, *Corporations and Other Business Associations: Statutes, Rules and Forms*, 1997 Edition, by West Publishing Co.(1997)
- [5] Louis Loss, Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, 3rd edition, little Brown And Company, (1995).
- [6] Jeffrey Gordon, *Ties That Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 Calif. L. Rev. (1988)
- [7] Brudney & Chirelstein, *Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers*, 88 Harv. L. Rev. 297 (1974).
- [8] Brudney, *Corporate Governance, Agency Costs, and the Rhetoric of Contract*, 85 Colum. L. Rev. 1403 (1985).
- [9] [美] 罗伯特·C·克拉克,《公司法则》,胡平、林长远、徐庆恒、陈亮翻译,李静冰译校,工商出版社,1999年1月第1版。
- [10] [美] 亨利·汉斯曼(Henry Hansmann):《企业所有权论》,于静译,中国政法大学出版社2001年版。
- [11] [美]《美国公司法选译》(Delaware Corporation Law),姜凤纹译,中国对外经济贸易出版社1981年版。
- [12] 《特拉华州法典》第8章第144节(a)(2)。
- [13] [加拿大] 布莱恩 R 柴芬斯:《公司法:理论、结构和运作》,林华伟、魏旻译,法律出版社2001年版。
- [14] 江平主编:《公司法教程》,法律出版社1987年版。
- [15] 江平主编:《法人制度论》,中国政法大学出版社1994年版。

[16]顾功耘主编：《公司法律评论》（2002年卷），上海人民出版社2002年11月版。

[17]何美欢著：《公众公司及其股权证券》（上中下），北京大学出版社1999年版。

[18]冀远等：《国有股减持新转折：先行试点，按每股净资产定价》，《经济观察报》2003年11月24日。

[19]王中魁：《权证乃解决非流通股的一剂良药》，2001年12月19日，证券日报。