

流通股东的利益保护研究

深交所博士后工作站 何卫东

流通股东的利益保护是当前证券市场理论界和实务界关注的“热点”问题。前一段时期，无论是某商业银行发行数额巨大的“可转债”，还是另一家高科技公司刚刚完成融资就大量派发现金股利，都引起了流通股东的强烈反感。流通股东（包括机构和个人）在卖掉所持有的股份“消极”抵抗的同时，还通过各种渠道呼吁监管部门进行政策干预，限制非流通股东的“自利”行为。非流通股东则提出诸多理由为其行为进行辩护，声称上述行为是有利于公司长期发展和取得竞争优势的必要之举，并非旨在“剥削”流通股东。上述争论引出了一个关乎证券市场长期发展的关键问题——为什么需要保护流通股东的利益？本文的研究为回答这一问题提供了探索性答案，这一答案的核心内容是：在当前的市场状况下，处于绝对“强势”的非流通股东的“自利”行为导致证券市场未来的“不确定性”提高，流通股东所面临的风险大大增加。由于流通股东处于绝对“劣势”地位，难以获得相应的风险“收益”，构成证券市场基石之一的“股份流动性”被动摇。因此，削弱非流通股东的“强势”地位，限制非流通股东的“自利”行为，保护流通股东的利益，有利于证券市场的长期发展。

一、流通股东利益保护的理论分析

本文从分析拥有控制权的非流通股东“自利”行为对流通股东利益的积极或消极影响入手，探讨流通股东利益保护的重要性和紧迫性，结合具体的非流通股东“自利”行为，指出提议中的流通股东利益保护政策在可操作性方面的待完善之处。

1. 为什么保护流通股东的利益

归纳起来，强调证券监管部门应该出台相应的政策措施限制拥有控制权的非流通股东的“自利”行为，保护流通股东利益的主要依据如下：

第一，非流通股东的财富数量与股价变动无关，非流通股东并不在意由于其机会主义的“自利”行为而导致的二级市场股价下跌和流通股东利益受损。

第二，流通股东取得股份的成本高于非流通股东取得同等数量股份的成本。流通股东通常是从二级市场购入股份，支付较高的价格。非流通股东或作为发起人直接持有股份，或通

过“协议转让”等手段间接取得股份，不支付或仅支付远低于二级市场价格的较低价格。在派发股息、红利时，尽管非流通股东与流通股东取得同等数量股份的成本不同，二者却享有相同的收益。

第三，拥有控制权的非流通股东可以通过关联交易将优质资产从上市公司“输送”出去，据为己有。当投资者意识到这些关联交易的“自利”性，从而降低对公司资产的出价时，流通股东还要承担股价下跌带来的损失。

上述看法的不足之处在于仅仅看到了投资者持有流通股份的“额外”成本，却在一定程度上忽略了投资者通过持有流通股份而获取的由股份流动性带来的“额外”收益。

首先，股份的价值是公司未来现金流的贴现值。投资者购买股份是购买公司的未来，而非公司的过去和现在。投资者更关注的是股份的未来价值，即在未来以何种价格将股份卖出，而不是当前以何种价格买入。换言之，投资者关心的是“回报率”，而非成本。因此简单比较购入流通股份和非流通股份的成本并没有多大意义。

其次，如果持有流通股份的投资者预期到拥有控制权的非流通股东的“自利”行为会损害公司价值，他们可以通过卖出持有的股份而避免利益受损。

第三，非流通股东只有在掌握控制权的情况下才能肆无忌惮地将“自利”行为付诸实施。随着股权结构的不断调整和分散化，非流通股东的“自利”行为会遭遇到其他股东的抵抗或监管部门的干预而难以实施。

最后，如果拥有控制权的非流通股东的“自利”行为导致公司陷入破产窘境，流通股东可以在破产清算之前卖出股份而减少损失，非流通股东却要承担破产清算带来的全部损失。

因此，对于投资者而言，持有流通股份的价值等于股份的真实价值和相应的“卖出”期权(Put Option)价值之和。如果“卖出”期权价值较高，则持有流通股份并不会招致损失。反之，则反是。换言之，持有流通股份既具有额外“成本”，也具有额外“收益”，只有在持有流通股份的额外“成本”明显高于额外“收益”，且这种差异将对资本市场的运行和投资者的信心产生显著的消极影响时，从政策层面提出保护流通股东利益才有意义。

中国转轨经济体制下的证券市场是一个新兴的市场，这一市场的显著特征是大部分上市公司由国有企业“转制”而来。在“转制”过程中，一系列难以立即解决的棘手问题被搁置

或淡化处理，如国有股份的流通问题、被“剥离”的不良资产和人员的处置问题等。随着证券市场的进一步发展和在国民经济中重要性的增强，这些问题的消极影响逐渐显露出来。在市场机制的作用下，持有非流通股份的控股股东最大化自身利益时不可避免地会损及流通股股东的利益，当市场上大部分上市公司由非流通股东控制，迅速扩散的“学习”效应将会使流通股股东在整体上处于劣势和被“剥削”地位。

另外，中国的证券市场还是一个不成熟的市场，市场机制的缺失和政策调节的滞后增大了市场交易的不确定性和风险，投资者的信心和承受能力比较脆弱。在市场整体走高的情况下，二级市场的投资者或许能够容忍非流通股股东的“自利”行为，因为其所持有的流通股份的“卖出”期权价值较高。如果市场总体低迷，投资者对未来预期比较悲观的话，其所持有的流通股份的“卖出”期权贬值，他们显然会对非流通股股东的“自利”行为变得难以容忍。因此，从维护证券市场基础的角度看，证券监管部门有必要提出相应的政策限制拥有控制权的非流通股股东的“自利”行为，保护流通股股东的利益。

2. 当前保护流通股股东利益的政策建议

为了限制拥有控制权的非流通股股东的“自利”行为，保护流通股股东的利益，证券监管部门和其他机构提出了一些初步的政策建议，并向所有的证券市场参与者征求意见。这些政策建议包括投票回避制度（当股东大会表决有关涉及流通股股东利益的事项时，非流通股股东回避）、分类表决制度（当股东大会表决有关涉及流通股股东利益的事项时，非流通股股东与流通股股东分类表决，流通股股东可以否决非流通股股东的提案）和累积投票制度（当股东大会表决有关涉及流通股股东利益的事项时，以“累积投票制”取代“一股一票制”）。

从某种程度上讲，上述政策措施并未形成完整的框架结构，有待于进一步完善。首先，就回避表决或分类表决制度而言，“涉及流通股股东利益的事项”这一定义本身很模糊。由于流通股股东的利益与股价高度相关，任何影响股价变动的事项都会影响到流通股股东的利益，而上市公司又不可能对所有影响股价变动的事项进行回避表决或分类表决。例如，以关联交易的形式转移公司优质资产是拥有控制权的非流通股股东“剥削”流通股股东的常用方式，但对关联交易需要判断是“正常”的，还是“异常”的关联交易，政策应该限制的是“异常”而非“正常”的关联交易。

其次，拥有控制权的非流通股股东推动上市公司管理层实施某项战略决策在短期内可能会对股价产生消极影响，但在长期可能对公司竞争优势的形成产生积极影响。如果实施类别

股东表决制度，此项决策很可能由于流通股东的反对而无法做出。

第三，实施类别股东表决制度在本质上是与“一股一票、同股同权”的股份经济原则相违背的。现行《公司法》也没有对流通股东与非流通股东的权益差别进行特别界定。我国是大陆法系国家，法条中未规定的不能滥用推定。

第四，上述政策措施并未将非流通股东与一些流通股东“合谋”操纵市场的情况加以考虑。例如，有的学者指出，假设非流通股东提出一个较差的提案，股价下跌。“类别股东表决机制”发生作用，该提案未获通过。此时与非流通股东存在“合谋”关系的流通股东借机低价购入股份。其后，非流通股东又提出一个较好的提案，“类别股东表决机制”不会发生作用。该提案通过后，股价上升，“合谋”的流通股东趁机卖出股份获利。

最后，所有的保护流通股东的政策措施都具有短期性和不确定性的特点，随着“国有股减持和股份全流通”改革的深入，流通股东与非流通股东的利益冲突会自然化解，销于无形。

3. 非流通股东“自利”行为对流通股东利益的影响

任何政策建议的提出都需要一定的经验证据加以支撑。本文通过实证检验将对非流通股东的“自利”行为是否影响到流通股东的利益？流通股东是否会预期到这一影响并做出反应？这种影响对哪些公司更为显著？等问题进行探讨。实证检验的结论能够在一定程度上发现哪些公司、什么样的非流通股东“自利”行为对流通股东利益影响较大，从而直接为保护流通股东的政策建议提供决策支撑，

基于中国转轨经济体制下证券市场特殊情况，本文对拥有控制权的非流通股东的三种类型的“自利”行为进行分析，分别是再融资（包括增发和配股）、现金股利政策和关联方借贷。

再融资是最早引起证券监管部门重视并发布相应的政策进行限制的非流通股东“自利”行为。2002年7月中国证监会发布的《关于上市公司增发新股有关条件的通知》明确提出，上市公司增发新股的数量超过公司股份总数20%的，增发提案须获得出席股东大会的流通股东所持表决权的半数以上通过。从实际状况看，再融资行为也是市场反应最为强烈的非流通股东“自利”行为，因为在绝大部分情况下，再融资引起的股价下跌都由流通股东承担。

市场对拥有控制权的非流通股东通过现金股利政策“剥削”流通股东的关注最初始于由

非流通股东控制的上市公司不分配现金股利，或以股票股利替代现金股利的“自利”行为。流通股东由于难以得到实际的现金回报而对股票的长期投资价值产生疑问。某高科技公司恣意派发现金股利的事件发生后，大股东无限制地分配现金股利，以求迅速回收投资，不关心公司长期发展的“自利”行为也引起了流通股东的普遍反感。对于流通股东而言，这种做法无异于“杀鸡取卵”，流通股东所持股份的价值随着公司成长性的丧失而大幅下降。

关联方借贷对流通股东利益的损害主要表现在两个方面：一是由非流通股东控制的母公司从上市公司大量借款并长期拖欠不还，上市公司债务过重而业绩欠佳，股价将随之下跌。二是上市公司将控股股东欠款大幅度计提呆帐损失，上市公司净利润下降，控股股东“剥夺”了本应属于上市公司全体股东的利益。

上述三种行为都是典型的非流通股东“自利”行为。现有研究文献大多是对它们进行“定性”分析，认为非流通股东的“自利”行为理所当然会导致流通股东利益受损。然而，前面的分析只是说明非流通股东“自利”行为“可能”导致流通股东利益受损，并不意味着非流通股东“自利”行为“必然”导致流通股东利益受损。例如，对于高成长性上市公司，不分配现金股利对公司长期价值是有利的，市场反应是积极的。如果市场对公司投资项目的前景看好，再融资同样可能导致股价上升。另外，如果配股时控股股东以现金购买配得的股份，市场会将其视为公司资产增值的“信号”，反应是积极的。因此，为了排除其他解释，实证分析拥有控制权的非流通股东“自利”行为对流通股东利益的影响是必要的。

二、非流通股东“自利”行为对流通股东利益影响的实证检验

基于以上的理论分析，本文实证检验了三种具体的非流通股东“自利”行为，包括再融资（配股和增发）、现金股利分配和关联方借贷，对流通股东利益的影响，并结合实证检验的结论提出了相应的政策建议。

1. 研究设计

本文以“流动性价差”作为测度流通股东利益的“代理”变量，通过检验非流通股东的再融资、关联方借款和派发现金股利等行为对“流动性价差”的影响来近似反映非流通股东的“自利”行为与流通股东利益之间的联系。“流动性价差”是指流通股份的市场价格与非流通股份的“协议转让”价格之差。本文的模型以“流动性价差”为因变量，以表示再融资、现金股利分配和关联方借贷的量度的相应“代理”变量为自变量，在控制了公司规模、成长性、负债比率和盈利能力的基础上，回归分析非流通股东的“自利”行为与“流动性价差”

之间的关系。如果二者显著负相关，则意味着非流通股东的“自利”行为将导致非流通股份的“控制权价值”上升，或者流通股份的“卖出”期权价值下降，或者两者共同存在。反之，则反是。

2. 检验假设的提出

由于“自利”行为能够给非流通股东带来较高的控制权收益，同时流通股东会由于利益受损而只愿意对该股份支付“折扣”价，所以本文拟验证的主要假设是非流通股东的“自利”行为与“流动性价差”负相关。换言之，非流通股东的“自利”行为会导致流通股份与非流通股份之间的价值差异变小。

上述假设的理论基础在于：第一，在“股权分置”的情况下，流通股份的价值等于股份的“真实”价值和相应的“卖出”期权价值之和。之所以提出“卖出”期权价值这一概念，是因为在其他条件相同的情况下，一个单位的流通股份与一个单位的非流通股份的区别在于流通股份的持有者能够在未来以某种价格出售该股份。换言之，流通股份的持有者具有“选择出售或继续持有该股份的权利”，这一权利就是所谓的“卖出”期权。对于流通股东而言，“卖出”期权是有价值的，甚至是可以交易的。值得强调的是，这里所说的期权“交易”更多的是一种理论上的抽象，因为当前我国的证券市场并不存在实际的期权“交易”。

从理论上讲，由于“卖出”期权价值的存在，投资者持有一单位流通股份会严格优于持有一单位非流通股份。然而，这一结论不具有“累加性”，也就是说，持有一定数量的流通股份不一定优于持有一定数量的非流通股份。随着持股数量的增加，股东对公司的控制能力会相应提高，当控制能力与相应的行动相联系时，控制能力就转化为“控制权”价值。值得强调的是，流通股东和非流通股东都有可能获取“控制权”价值。但在我国转轨经济体制下的证券市场，大部分上市公司由国有企业转制而来，控股股东多为非流通股东，流通股东的持股集中度很低。与流通股份相对应的“控制权”价值由于折扣很高而可以近似于零。

第二，在“股权分置”的情况下，拥有控制权的非流通股份的价值等于股份的“真实”价值和相应的“控制权”价值之和。由于对上市公司具有控制权，非流通股东可以将属于所有股东的利益据为己有，得到“控制权”价值。值得强调的是，即使在不控股的情况下，非流通股份仍然具有“控制权”价值，只不过这种情况下的“控制权”价值是打了折扣的“控制权”价值。如果不拥有控制权，非流通股东有动力将所持股份出售给潜在的公司控制权争夺者，潜在的公司控制权争夺者也有能力购买这些股份，他们之间股份交易的均衡价格就是

打了折扣的“控制权”价值。

3. 样本选择

根据深圳证券信息公司提供的 2001 年深沪两市发生的非流通股变更数据，在剔除缺失值后，本文选择 200 家公司作为实验样本。样本公司中非流通股变更导致第一大股东变更的有 100 家，占样本公司总数的 50%。样本公司分布在制造业(102 家)、综合业(28 家)、信息技术业(11 家)、社会服务业(8 家)、批发和零售业(16 家)、农业和林业(6 家)、房地产和建筑业(11 家)、交通运输业(7 家)、电力(8 家)、传播和文化业(3 家)。

4. 模型表述

基于以上论述，本文实证检验模型的因变量是“流动性价差” $(PF-NP)/PF$ ，主要解释变量包括现金股利数量(DIV)，关联方借款数量(LOAN)和再融资行为(RIGHTISSUE)。控制变量包括规模(SIZE)，成长性(GROW)，资本结构(LEV)，盈利能力(EARN)和一个指示第一大股东是否变更的变量(BLOCKCHANGE)。

实证检验模型的简单表达式为：

模型 1： $(PF-NP)/PF=f(DIV, SIZE, GROW, LEV, EARN, BLOCKCHANGE)$ ；

模型 2： $(PF-NP)/PF=f(LOAN, SIZE, GROW, LEV, EARN, BLOCKCHANGE)$ ；

模型 3： $(PF-NP)/PF=f(RIGHTISSUE, SIZE, GROW, LEV, EARN, BLOCKCHANGE)$

模型中主要变量定义如下：

PF：非流通股变更契约订立日及前 44 个交易日该股份的流通股收盘价格的简单平均值。

NP：非流通股变更的协议转让价格。如果该价格未公布，则以该公司非流通股变更前一年的每股净资产加上一定幅度的溢价近似替代。该溢价根据已有非流通股份的“协议转让”价格和每股净资产之差推算出来，约 10 - 15%。

DIV：非流通股变更发生前一年的每 10 股派发的现金股利数额。

LOAN：非流通股变更发生前一年的上市公司关联方借款数量的自然对数。

RIGHTISSUE：指示变量，如果上市公司在股权交易前一年实施了再融资，则该指示变量赋值为 1，否则为 0。

SIZE：非流通股变更发生前一年的公司总资产的自然对数。

GROW :非流通股变更发生前一年的公司总资产的市场价值与账面价值的比率。公司总资产的市场价值等于已发行股份的价值和长期负债的账面价值的总和。对于流通股,已发行股份的价值等于年末价格与已发行股份数量的乘积。对于非流通股,已发行股份的价值等于每股净资产与已发行股份数量的乘积。已发行股份的价值为已发行流通股份的价值与已发行非流通股份的价值之和。

LEV : 非流通股变更发生前一年的长期负债除以总资产。

EARN :非流通股变更发生前一年的每股收益。

BLOCKCHANGE :指示变量,如果股权交易导致了第一大股东变更,则该指示变量赋值为1,否则为0。

5. 变量描述性统计

“流动性价差 (PF-NP)/PF”的平均值为0.71,这意味着样本公司非流通股份的平均协议转让价格约占流通股份价格的30%。样本公司每10股平均派发现金股利0.44元,最高派发现金股利每10股6.60元,还有数家公司没有派发现金股利。关联方借款(LOAN)标准差仅为1.03,最小值与最大值之间差距很小,说明样本公司普遍存在较多的关联方借款。约有12%的样本公司在过去一年中实施再融资。股权变更导致第一大股东变更的公司约占样本公司总数的50%。样本公司的规模(SIZE)在17.89至21.15之间,没有显著的差异。样本公司的成长性(GROW)差异较大,最大值为6.05,最小值仅为1.12。样本公司平均负债比率为0.51,最大值为0.90,不存在负债率过高(长期负债超过总资产)的公司。

6. 检验结论

第一,现金股利分配和非流通股东持股比例的交互作用与“流动性价差”之间显著负相关,这一结果说明当非流通股份的比例较高时,现金股利分配有可能成为拥有控制权的非流通股东“剥削”流通股东的手段。

第二,关联方借款数额和控制权结构的交互作用与“流动性价差”之间显著负相关。这一结果说明隶属于同一企业集团的上市公司之间或上市公司与母公司之间的关联方借款数额较高时,关联方借贷有可能成为拥有控制权的非流通股东“剥削”流通股东的手段。

第三,再融资行为(配股和增发)与“流动性价差”显著负相关,这一结果说明上市公司实施再融资将导致流通股东利益受损。投资者对再融资的反应受投资者对上市公司委托

代理问题严重程度预期的影响。对于规模大、股权集中程度高、非流通股份比重大的公司，投资者更可能认为拥有控制权的非流通股东以再融资为手段“剥削”流通股东。

上述实证检验结果表明，样本公司非流通股东的“自利”行为向市场传递了上市公司非流通股东与流通股东之间、股东与管理层之间委托代理问题的严重程度的“信号”。但这一“信号”只是整个“信号”系统的组成部分，投资者不足以凭借这一“信号”判断出上市公司代理成本的高低。如果投资者能够获得其他相关“信号”，并与这一“信号”相互对照比较，投资者就能够形成对上市公司委托代理问题的理性预期，并进而做出近似或一致的反应。本文的实证检验发现非流通股比例、控股股东属性、公司规模和成长性等可以作为相关“信号”为投资者的决策提供依据。

7. 政策建议

第一，现金股利分配由于受到所得税的影响，从长期看，投资者并不将其看作是获取投资回报的唯一手段。随着上市公司股权结构的调整，控股集中度趋于下降，以分配现金股利为手段“剥削”流通股东的现象会逐渐减少。因此，监管部门出台的保护流通股东利益的政策，如类别表决、累计投票制等，不宜覆盖上市公司的现金股利分配行为。

第二，关联交易无疑是拥有控制权的非流通股东“剥削”流通股东的主要手段之一。但将关联交易引入类别股东表决的范围要慎重，因为准确判断“正常”与“异常”的关联交易是非常困难的。本文的实证检验显示控制权结构能够在一定程度上为区分“正常”与“异常”的关联交易提供依据，所以监管部门可以重点关注那些“控制权”和“现金流权”差别较大的上市公司，实施一定程度的分类监管。

第三，由于市场普遍认为再融资会导致流通股东利益受损，所以可以考虑将保护流通股东利益的政策覆盖所有再融资行为。本文的实证检验显示规模大、股权集中度高的上市公司的控股股东更有可能利用再融资“剥削”流通股东，因此可以考虑对规模大、股权集中度高、再融资数额大的公司引入类别股东表决制度，而对规模小、股权分散、成长性强的公司实施分类监管。

第四，在短期内，上述措施能够在一定程度上限制非流通股东的“自利”行为，保护流通股东的利益。随着改革的进一步深入，即使“股权分置”问题得到解决，证券市场上仍将存在“弱势”群体。处于“弱势”的中小股东将面临控股股东的“剥削”，这是当前日本、香港等东亚国家和地区证券市场的主要委托代理问题，也是当前国际上几乎所有发达证券市

场的监管者所倡导的公司治理改革的主要动因之一。因此，从长期看，强化公司治理，提高信息披露质量是保护证券市场的“弱势”群体，促进证券市场有效竞争和良性发展的根本措施。