

# 热线

Readers Report

证券与法

## “非流通股”的法律困惑

**编者按:**2005年1月4日, 上市公司的非流通股转让规定开始实施。《规则》出台后, 市场和投资者反映强烈, 引发了空前的反思和讨论。部分专家学者甚至联合在媒体上呼吁, 所谓“C股”市场的启动, 侵害了A股流通股股东的利益, 应当立即叫停。本文作者认为, 从法律的角度对“非流通股”流通问题进行系统的研究, 是目前被各方忽视的一个重大问题。虽然早已解决“非流通股”的流通问题已是中国证券市场发展的必然方向, 但是, 任何问题的解决都必须在依法、公平、合理的前提下进行, 政策制订者应在行动中认真落实“把保护投资者利益作为我们工作的重中之重”的承诺。

□占小平 温泉

无法定义准确的法律涵义

解读《上市公司非流通股股份转让业务办理规则》(以下简称《规则》), 第一条开章阐明了立法依据: “根据《公司法》、《证券法》和中国证

一周论坛

## 叫停“C股市场”很有必要

□湖北 皮海洲

在中国证券报日前主持召开的非流通股转让问题研讨会上, 与会专家们一致呼吁: 暂停“C股市场”, 优先解决股权分置问题。笔者以为, 这一次专家们是和广大的投资者站在一起了, 专家们的呼吁代表了广大投资者的共同心声。

尽快解决股权分置问题目前可说是人心所向。在今年1月4日贵报热线版上, 笔者寄于2005年时更是只盼着管理层能做好解决股权分置问题这一件事。然而, 让人失望的是, 在刚刚结束的全国证券期货监管工作会议上, 管理层似乎有意回避在2005年里着手解决股权分置这个问题。不仅抛出了所谓的“远近结合”的监管思路, 未把解决股权分置问题列入到2005年的十大重点工作之中, 而且还把“国九条”提出的“积极稳妥解决股权分置问题”改写成了“逐步解决市场存在的深层次问题和结构性矛盾”。不仅如此, 有关部门还从今年1月4日起正式开设了一个隐形的“C股市场”, 为非流通股转让的加速创造条件。此举不仅严重危及到流通股股东的利益, 而且还为股权分置问题的解决进一步设置了障碍。因此, 笔者以为, 在这次中证报召开的非流通股转让问题研讨会上, 专

## A股H股同时上市毋需多虑

□广州 夜明

香港证券交易所总裁周文耀近日表示, 香港证券交易所正在与内地相关监管机构、沪深证券交易所进行商讨, 以实现内地企业同时在内地和香港上市。

看到这则消息, 笔者联想到前一段时间市场一度传闻的, 交通银行准备同时在内地与香港同时上市的消息。尽管这条消息至今没有被正式证实, 但市场对这条消息的反应则是相当消极的。惟恐这一发行模式会显著地拉低在内地上市的股票定价, 从而引起连锁反应, 将整个股市的定价水平向下扯动。

其实, 这种担忧在中兴通讯的AtoH发行模式上已经得以显现。当时境内的基金经理们一致反对这一发行模式, 并采取了用脚投票的行动, 将该股大量抛售, 甚至于潮出了各自的股票池。而正在此时, QFII们则是反其道而行之, 在低位吸纳了大量受到境内基金经理们抛弃的股票。后来的结果证明, QFII的决策似乎更胜一筹。在中兴通讯这次股票发行模式上的博弈, 上演了一出螳螂捕蝉, 黄雀

## 干脆把印花税减到底

□河北 张书怀

近日有消息报道, 证券交易印花税减税方案已起草完毕, 方案拟定税率为2‰降为1‰, 仍为双边征收, 正待有关部门审批。

完善证券市场税收制度, 这是“国九条”提出的任务之一。“国九条”出台后, 有关部门成立了六个跨部门专题工作小组, 完善证券市场税收制度是六个专题小组中的一个。应该说, 在落实“国九条”的诸项任务中, 完善证券市场税收制度是最不复杂、最容易做的一项工作, 可是时至今日还在待批中, 本身工作效率就不算高。

券监督管理委员会的有关规定, 制定本规则。”笔者困惑, 寻遍我国现行规范证券发行、交易的三大基础性法规, 即《公司法》、《证券法》及《股票发行与交易管理暂行条例》, 没有找到任何规范上市公司非流通股股份转让活动的条款, 甚至连“流通股”、“非流通股”这样构成中国整个证券市场基石和特色的名词也从未出现过, 即便是在企业发行上市时公布的《招股说明书》和《上市公告书》中也不见其踪影。招股文件中也仅区分“发起人股”与“社会公众股”。

如此说来, 不知是有意还是无意, 是疏漏还是人为, 构成中国整个证券市场基石与特色的“流通股”与“非流通股”无论是在现行法律、行政法规或是具有约束力的招股文件上都找不到它存在的依据和痕迹, 无法定义其准确的法律涵义。但视而不见是不现实的, 全体市场参与者从7000万投资者到证券监管机关, 从普通百姓到知名经济学家, 都无时不感觉它的存在, 无不对它的存在感受至深, 如针芒刺背, 耿耿于怀。

履行合同应遵守诚信原则

从另一个角度看, 股票发行上市也可以视作一种契约行为。我国《合同法》第15条明确规定招股说明书为要约邀请, 发起人通过《招股说明书》等招股文件向不特定社会公众发出要约邀请, 邀请广大社会公众按照招股书规定的条件和价格购买公司股票, 成为公司股东, 而公众

股东的认购行为与公司的接受构成一个完整的缔约过程, 公司股票发行结束, 合同成立并生效。能否通过有关合同法的理论解释“流通股”、“非流通股”的法律特性呢?

现代合同法理论认为, 合同中除了双方曾明示的条款外, 合同内容也可能有其自有之内容, 衍生出其他条款, 或经习惯或经行业惯例或经法院之推论而成, 此即所谓默示条款。默示条款分为: 事实上的默示条款、法定的默示条款和习惯上的默示条款。默示条款通过将大量的当事人约定之外的义务引入到合同关系之中, 从而达到平衡当事人之间的权利义务的目的, 维护合同正义, 以保护合同关系中的弱者。

再看我国《公司法》第152条规定, 股份有限公司申请其股票上市必须向社会公开发行的股份达到公司股份总数的百分之二十五以上。《证券法》第86条也规定, 收购人持有的被收购公司的股份数达到该公司已发行的股份总数的百分之七十五以上的, 该上市公司的股票应当在证券交易所终止上市交易。上述条款其立法目的在于通过保持一定比例的股票在市场上的流通, 来保证公司股票在市场上的流动性和交易的持久、活跃。它隐含着一个法定的合同“默示条款”, 即只有向社会公开发行的25%以上这部分

是股票买卖合同得以成立的前提和条件, 在股票发行上市后, 基于诚信, 发起人不得违反承诺。

从事实和行业惯例来看, 我国自股票市场建立以来, 对于发起人股即“非流通股”, 即使它在公司成立三年后依法转让他人, 一概被监管机关和证券交易所视作“非流通股”, 禁止上市流通, 监管机关并在实际股票交易过程中制定了一系列严格的制度、规则来认可、保证、执行该项“默示条款”。中国证监会曾于2001年发布119号文明确反对“非流通股”公开交易, 监管当局实际上已经充当了这个合同中的第三方保证人角色。由此可见这是一个在事实上被严格执行的“默示条款”, 同时也是一个被业内所公认的行业惯例上的“默示条款”。在此项“默示条款”被缔约双方解除之前, 除非支付给合同对方相应的“对价”, 任何一方无权单方面废除此项条款, 无权单方面改变现状, 充当保证人角色的监管当局应对此承担连带责任。

但投资者也必须明白, 即使是“非流通股”, 任何人和部门也不能反对其“依法转让”, 其他股东并没有限止“非流通股”依法转让的权利。《公司法》对于“非流通股”的转让仅要求其自公司成立之日起三年内不得转让。言下之意, 公司成立三年之后, “非流通股”也可以自由转让。

投资者利益遭到实际损害

依我国现行法律、行政法规、规章及交易

年报话题

## 业绩增长是“雪中送炭”

□山东 李允峰

作为第一家公布年报的上市公司, 恒丰纸业向投资者递交了一份满意的答卷: 每股收益0.53元, 比2003年业绩提升了6%, 并且向投资者现金分红10派1元。作为流通股股东, 最大的幸福就是所买的上市公司发布业绩增长。这第一份年报对低迷的市场来说已经是雪中送炭。证券市场的价值之一就体现在上市公司的业绩上, 否则一切都是空中楼阁。

目前, 发布业绩增长的公司很多, 有许多公司的业绩增长是令人瞩目的。如锦州石化业绩预报增长17倍; 亿安科技业绩同比增长40倍。还有不少公司都不同程度的呈现业绩增长的良好趋势。

但同样是业绩增长, 有的对市场来说是雪中送炭, 有的却“增长”的有点令投资者不太信

服。比如锦州石化, 猛听业绩增长17倍是很令人震撼, 但看过它2003年的0.018元的业绩之后, 你才明白它的奇高的增长率不过是因为计算公式中的“分母”太小了, 算来它今年的业绩不过是0.34元。而亿安科技的业绩增长来源是因为拆迁补偿和变卖资产。两家公司如果在今年业绩的“分母”基础上, 明年继续出现这么大的业绩增长率, 那才叫投资者刮目相看。

业绩增长对投资者来说毕竟是好事, 但更能体现“雪中送炭”的是对投资者的回报。恒丰纸业的年报中分红派现率还比较低, 令投资者不是很满意。上市公司如果业绩好, 再肯舍得回报投资者, 那当然是投资者最欢迎的事。投资者获得的回报率也是大力提升证券市场的投资价值的一个重要指标。如果缺乏了良好的回报, 再高的业绩投资者还是很难得到实在的回报。

我们看看业绩增长17倍的锦州石化回

所惯例, “非流通股”可以“依法转让”, 但不可以“流通”。问题出现了, 什么是“转让”, 什么又是“流通”, 区分它们的边际在哪里? 可供操作的模糊空间又有多大?

正是因为我国法律对股份“转让”与“流通”缺乏明确区分, 导致规则制定者在一次次地探讨它们的边际, 并根据市场反映在可供操作的模糊空间里一步步由“依法转让”走向“渐进流通”。可以合理预期的是, 还会继续一步步走向“完全流通”。而在这个过程中, 牺牲的是公众投资者的利益, 公众投资者依据“默示条款”所享有的“流通溢价”和“稀缺溢价”正逐渐丧失。规则制定者的行为即使不能视作是“实际违约”, 其一步步地靠近违约边界的行为也已使投资者的利益遭到实际损害, 其已背离了合同保证人的角色, 站在了“非流通股”一边, 已无法得到投资者的信任, 其行为足以使公众投资者视为“预期违约”或“默示违约”。按照我国《合同法》, 在一方“预期违约”的情况下, 对方享有“不抗辩权”, 投资者有权以“预期违约”为由解除合同, 请求损害赔偿。

由此看来, 虽然早日解决“非流通股”的流通问题已是中国证券市场发展的必然方向。但任何问题的解决都必须在依法、公平、合理的前提下进行, 政策制定者应在行动中认真落实“把保护投资者利益作为我们工作的重中之重”的

承诺。(作者单位: 宏源证券投资银行总部)

### “注会”也应得到保护

□天津 文良

临近年报公布期, 又有上市公司临时更换会计师事务所的消息传来。当然, 有的公司之所以要更换会计师事务所纯属正常。但是, 也确有一些上市公司是对注册会计师的“配合”, 态度不满才要“炒”掉的。

注册会计师对上市公司的年度报告进行审计是一项重要工作, 审计就是要依照相关的会计准则, 充分考虑检查公司经营状况和财务数据, 并作出实事求是的评价。虽然在程序上是由上市公司管理者聘任, 但实际上我们投资者更需要专业称职的会计师审计。我们最怕的就是负责审计的“注会”与上市公司高管相互串通, 隐瞒公司财务上的问题, 或者“睁一只眼闭一只眼”, 让上市公司提供的虚假报告得以“过关”, 从而给投资者造成更大的风险。

有鉴于此, 在对“注会”工作提出更高要求的同时, 也应该保护他们的合法权益, 应该制订相关法规, 明确注册会计师受聘担任上市公司审计工作的, 三年内不得无故更换; 上市公司如对会计师出具非标准意见有异议者, 应向地方会计师协会提出, 由地方会计师协会组织仲裁; 注册会计师对其遭受的不公平待遇, 有权向地方会计师协会或管辖的监管部门申诉, 地方会计师协会和证券监管部门应对坚持职业操守的“注会”给以支持和保护, 保护他们的合法权益也是对投资者的保护。

### 补偿金岂能由股东承担

□上海 陈奇

从证券投资者保护基金方案的内容上看, 新股申购冻结利差资金是证券投资者保护基金主要来源之一。对此, 十分令人不解。我们知道, 由于中国证券市场特殊情况, 造成了股票在一级市场上求大于供。过去未实行按市值配售时, 每次发行新股, 都有几千亿资金申购。所以, 自然就产生了新股申购冻结利差资金, 这些资金, 确实也比较贵, 但难道这些资金就不是公司股东的吗? 再者, 今后发行新股, 实行询价制, 申购冻结利差资金只是在询价过程中会产生, 而按照询价制的规则, 参与者一般都可以成为公司的股东, 所以, 这笔利差其实就是股东的资金, 岂能成为无主资金, 贡献给社会和市场呢? 再从道理上讲, 基金是用于券商危机给投资者带来损失而补偿给投资者的, 应该是有券商的收益来作为主要来源, 怎么会让投资者的钱来作为来源呢? 由此可见, 对证券投资者保护基金, 应该有证券市场上相应的管理者、获益者来承担。例如, 国家的税收部分, 券商的新股承销费用, 中介机构的职业保证金等。而且, 在范围上, 还应该扩展到由于上市公司破产等。这样的基金, 才算是名副其实的投资者保护基金。

### 打铁还需自身硬

□江苏 冬昕

目前证监会下发的《基金管理公司管理和运用固有资金的有关规定》(征求意见稿)中透露拟允许基金公司用固有资金申购本公司旗下的开放式基金, 为濒临5000万清算底线的开放式基金“保牌”提供了“托盘”的机会。

由于目前已经有2只开放式基金的份额在1亿份以下, 其中1只开放式基金的份额在1亿份以下已有些时日, 随着份额的逐渐减少, 将直接面临清算底线的严峻考验。如果最终有关法规允许基金管理公司用固有资金对该类面临清算的品种进行“托盘”, 那么对于老基金公司而言由于其经营时间长、积累较丰厚的状况“托盘”实力就较强, 但对于刚开业不久的新基金管理公司而言, 由于可动用的固有资金紧张, 将直接面对被市场迅速淘汰的风险。

证券投资基金作为目前证券市场最大的机构投资者群体, 经过多年的发展, 由于其在“吃偏饭”的环境下长大受到政策扶植鼓励等一系列手段, 造成基金管理公司的股权一直是市场的“香饽饽”。高额利润股权回报诱惑着大批资金进入这个行业淘金, 导致新基金管理公司如雨后春笋般冒出来, 大有形成股市行情火爆时券商大规模增长的趋势。在这场蛋糕较大时, 进入者可能都有机会来瓜分这场盛宴, 然而曲终人散行情复归平静甚至极度低迷时, 那些管理能力弱、内控机制不健全、市场品牌度低、综合竞争力不够特别是盈利能力差的行业弱者将首先被淘汰清除出市场。经过数年代发展的基金行业也同样将面临优胜劣汰机制的残酷考验。

基金管理公司即便能用其固有资金对旗下面临清盘的基金进行救贍性“拖盘”, 但这并不是其良心发展的长久之计。

一个充满竞争的 market 才是众多基金投资人真正的福音, 基金业绩也就是盈利能力与回报率才是保住品牌并获得更大发展的根本契机。在基金业不见硝烟的激烈竞争环境下, 如何为投资者的财富获取更高的增值回报实绩才是不被市场最终淘汰清丈的根本竞争力及生存力。靠维持自己的基金份额只能保一时平安, 却难以摆脱随时面临巨额赎回的危机。