

学校编码：10384

分类号_____密级_____

学号：12920061150626

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

论对“大小非”减持的法律监管

On the Legal Supervision to Reduction of Large and
Small-sized non-tradable Shares

王 振 华

指导教师姓名：肖 伟 教授

专业名称：法 律 硕 士

论文提交日期：2009 年 4 月

论文答辩时间：2009 年 月

学位授予日期：2009 年 月

答辩委员会主席：_____

评 阅 人：_____

2009 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

内容摘要

“大小非”减持是当前中国资本市场的热点问题。“大小非”解禁打破市场供需平衡，加深市场下跌幅度，令投资者蒙受经济损失，影响证券市场资源配置基本职能的行使。由于股权分置改革（下文简称股改）和“大小非”流通的法律效力，限制“大小非”减持的救市政策的合法性难免受到质疑。面对“大小非”减持这个新事物，我们有必要跳出传统思维误区，不能只重视政策调控而忽视法律救济。其实，无论股改还是“大小非”减持都和法律有着千丝万缕的联系，那么对“大小非”减持的监管，法律也不能缺位。

本文由以下三章组成：

第一章主要论述了股改和“大小非”产生的背景，以及“大小非”解禁带来的问题与挑战。结合法律手段的天然优势，进而指出加强对“大小非”减持法律监管的必要性。

第二章主要论述了“大小非”减持新规的出台背景和不足之处。由于受制于股改契约桎梏，监管层政策空间有限，这不仅导致减持新规自身约束力有限，还难逃合法性的诘问。

第三章主要论述了对“大小非”减持监管的法律思路。本章有两个主线：第一条是根据现有法律法规相关条款，系统性地完善“大小非”减持制度；第二条是针对股改承诺方违背或者怠于履行股改承诺的情形，探讨投资者通过法律手段，起诉维权，限制“大小非”流通权的可行性。

关键词：大小非；股改；承诺

厦门大学博硕士学位论文摘要库

ABSTRACT

The reduction of large and small-sized non-tradable shares is the hot spot currently in China stock market. The reduction of Large and Small-sized non-tradable shares upsets a balance and accelerates the decline of the stock market and makes a great loss to investors. The function of financing of stock market is also set back by the reduction. Because both non-tradable shares reform and circulation of original non-tradable shares are legally valid, the validity of administrative policies to restrict the circulation of original non-tradable shares may be in question. To deal with a new thing- Large and Small-sized non-tradable shares, we should attach more importance to law regulation than administrative supervision. In fact, notwithstanding non-tradable shares reform and circulation of original non-tradable shares have countless ties with law, so when mentioning to supervision to reduction of Large and Small-sized non-tradable shares, the weapon of law shall not be dispensable.

The full paper has been divided into 3 chapters in all.

Chapter 1 mainly elaborates the background of non-tradable shares reform and the origin of Large and Small-sized non-tradable shares, analyses the problems caused by the reduction of large and small-sized non-tradable shares. Considering the advantage of weapon of law, pointing out the necessary of reinforcing the law supervision to reduction of large and small-sized non-tradable shares.

Chapter 2 mainly elaborates the background and deficiencies of new large and small-sized non-tradable shares policies. Because supervisors are enslaved to the legal validity of non-tradable shares reform, the role of new polices promulgated by supervisors is limited.

Chapter 3 mainly elaborates the scheme of law supervision to reduction of large and small-sized non-tradable shares. This chapter has two mainlines: Firstly, perfecting the policies to reduction of large and small-sized non-tradable shares on the base of current laws and regulations; Secondly, discussing the feasibility that investors prosecute the promisees for their betraying to promises made during the non-tradable shares reform, then attaining the purpose of restricting the reduction of large and small-sized non-tradable shares.

Key words: Large and Small-sized non-tradable shares;
Non-tradable shares reform; Promise.

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

导 言	1
第一章 “大小非”的由来及对其减持加强法律监管的必要性	2
第一节 股改综述	2
一、股权分置	2
二、股改的必要性	2
三、股改与“大小非”	4
第二节 “大小非”减持带来的问题与挑战	5
一、“大小非”减持对股市的冲击	5
二、“大小非”减持给资本市场融资带来的影响	6
三、“大小非”减持对市场估值体系造成的混乱	7
第三节 加强对“大小非”减持法律监管的必要性	7
第二章 “大小非”减持新规及评析	9
第一节 减持新规出台背景	9
一、减持新规特点	9
二、监管层的政策目的	10
第二节 减持新规的不足之处	11
一、对关联交易行为约束的缺失	11
二、处罚条款的缺失	12
三、对化整为零分散减持行为约束的缺失	12
四、对大宗交易买入解禁股的“出货”时限规定的缺失	12
第三节 减持新规的法律困境	13
一、新规与股改《管理办法》内容的冲突性	13
二、股改方案和股改《管理办法》的法律效力	13
三、减持新规的合法性瑕疵	14
第三章 “大小非”减持的法律监管	16

第一节 根据现有法律法规完善“大小非”减持制度	16
一、增加减持透明度的制度建议	17
二、规范转让行为的制度建议	18
三、遏制投机炒作的制度建议	19
四、处罚条款的制定思路	20
第二节 股改承诺与“大小非”的减持权	21
一、股改承诺的法律属性分析	21
二、股东违反或不履行股改承诺情形下的“大小非”流通权瑕疵	21
三、“大小非”股东违反或不履行股改承诺时的法律救济	22
结 论	24
参 考 文 献	25

CONTENTS

Preface	1
Chapter 1 The engender of Large and Small-sized non-tradable shares and the necessity to enforce the law regulation to it	2
Subchapter 1 A overview of Non-tradable shares reform	2
Section 1 A brief introduction of split-share structure	2
Section 2 The necessity of Non-tradable shares reform	2
Section 3 The Non-tradable shares reform and Large and Small-sized non-tradable shares	4
Subchapter 2 The problems caused by reduction of Large and Small-sized non-tradable shares	5
Section 1 The impact of reduction of Large and Small-sized non-tradable shares upon stock market	5
Section 2 The impact of reduction of Large and Small-sized non-tradable shares upon fiancing	6
Section 3 Disorder of the stock market valuation system caused by reduction of Large and Small-sized non-tradable shares	7
Subchapter 3 The necessity to enforce the law regulation to the reduction of Large and Small-sized non-tradable shares	7
Chapter 2 New policy about reduction of Large and Small-sized non-tradable shares and the comment to it	9
Subchapter 1 Analysis to the background of the new policy	9
Section 1 Features of the new policy	9
Section 2 Purposes of the supervisor	10
Subchapter 2 Deficiencies of the new policy	11
Section 1 Deficiency in restricting connected transaction	11
Section 2 Lack of punishment clause.....	12
Section 3 Lack of restricting the behavior which reducing the shares by	

	breaking up the whole into parts	12
Section 4	Lack of restrictive clause about the shares bought from block trading system	12
Subchapter 3	Legal dilemma of the new policy	13
Section 1	The conflict between the new policy and 《Regulations of Non-tradable shares reform》	13
Section 2	The legal validity of Non-tradable shares reform plans and 《Regulations of Non-tradable shares reform》	13
Section 3	The defects of the new policy in law	14
Chapter 3	Thread to regulate the reduction of Large and Small-sized non-tradable shares by weapon of law	16
Subchapter 1	Perfecting the policy to reduction of Large and Small-sized non-tradable shares on the base of current laws and regulations	16
Section 1	Suggestions on increasing transparency of reduction	17
Section 2	Suggestions on specifying shares transaction	18
Section 3	Suggestions on restraining the speculations	19
Section 4	Suggestions on formulating punishment clause	20
Subchapter 2	The relation between Promise in Non-tradable shares reform and right of reduction of Large and Small-sized non-tradable shares	21
Section 1	Legal analysis of promise in Non-tradable shares reform	21
Section 2	The legal defect in circulation of Large and Small-sized non-tradable shares when promisees betraying or non-fulfilling the promise made during Non-tradable shares reform	21
Section 3	Legal remedy when promisees betray or non-fulfill the promise made during Non-tradable shares reform	22
Conclusion	24
Bibliography	25

导 言

股权分置现象从我国股票市场建立之初就一直是一个热点问题。股票市场建立初期，出于国有股权控制地位等角度的考虑，导致了我国上市公司股权分为流通股和非流通股两种截然不同的类型。随着股权分置的弊端不断显现，尽快推进股改已成各方共识。2005年4月30日中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点的通知》，正式开启了股改进程。截止2009年4月1日，两市仅有26家公司未完成股改。通过多年实践，我们不否认股改在完善公司治理结构，扩大两类股东的利益交集，释放市场活力方面所起的重大作用。但是随着股市的不断走低，维护股市稳定，保护投资者权益已成为各方共识。如何加强对股改成果——“大小非”减持的监管，减少其对市场的冲击，就成为亟待解决的问题。

纵观理论界和实务界种种观点，主要监管建议大致可归纳为以下三种：（1）用行政手段出台政策直接限制“大小非”的减持权（2）对“大小非”减持征收高额暴利税（3）国家设立“平准基金”专门吸纳减持的“大小非”。然而，上述建议要么程序繁琐，操作性不强，实效存在很大疑问；要么存在法理上的困惑，监管层若采纳，可能面临行政违法困境，落个“偷鸡不成蚀把米”的下场。其实，无论是之前的股改还是当今的“大小非”减持，都牵涉到多方权利义务，是一个重大的法律问题。对“大小非”的监管，更是牵涉到民事主体合法权益的限制和变更。因此，“大小非”减持需要在法律的框架内进行。研究如何用法律手段加强对“大小非”减持的监管就显得具有重大的理论意义和现实意义。

第一章 “大小非”的由来及其加强法律监管的必要性

第一节 股改综述

一、股权分置

“股权分置”是指中国股市因为特殊历史原因和特殊的发展演变过程中，A股市场的上市公司内部普遍形成“两种不同股票”（下文简称不同股）和“两种不同价格不同权利不同利益”（下文简称不同价）的市场制度与结构问题。“不同股”，是指同一家上市公司的所有股票中存在两类不同的股票：非流通股和流通股。非流通股包括国家股和法人股，流通股则是指的社会公众股。“不同价”，是指这两类股票的交易价格是不相同的，且价格相差甚大。非流通股通过场外(二级市场)协议转让，转让的价格以每股净资产为基础进行双方协商。而流通股则通过二级市场竞价交易。流通股股价高于非流通股的部分，就是所谓“流通性溢价”^①股权分置造就了国有大股东的控股地位，且他们拥有的国有股和法人股还“暂不流通”，从而将国有企业的控制地位制度化了。由此可见，中国上市公司的所谓的股权分置问题，是由于转轨时期的特殊国情所造就的，是中国经济改革深层次矛盾的一种反映。^②

二、股改的必要性

股权分置是我国经济体制转轨过程中现成的特殊问题。股权分置扭曲了资本市场的定价价值，制约资源配置功能的有效发挥；公司股价难以对大股东、管理层形成市场化的约束和激励，公司治理缺乏共同的利益基础。股改长期悬而未决，使上市公司治理缺乏共同的利益基础，更是影响投资者信心的重要因素，是造成股市长期低迷的关键症结之一。^③股权分置不能适应资本市场改革开放和稳定发展的需求，因此必须启动股改，消除非流通股和流通股的制度性差异。股权分置的危害主要体现在以下三方面：

^① 刘玮.中国股权分置改革分析[J].数据, 2005, (12): 33.

^② 龚丽.股权分置改革法律预期研究[D].成都: 四川大学.

^③ 张利国.股权分置改革中的对价支付法律依据[J].中国投资, 2005, (12): 117.

（一）股权分置把非流通股股东和流通股股东变成利益冲突体

上市公司股东本应是一荣俱荣、一损俱损的利益共同体。可是股权分置硬是把股东拆分为非流通股股东和流通股股东。非流通股股东把利益的攫取主要放在流通股股东身上，而不是提高公司盈利水平、提升公司竞争力上。他们通过股权分置的高溢价融资，攫取流通股股东利益，从而实现自身资产的快速增值。一些公司的初衷就是千方百计利用市场，以求达到融资最大化目的。而把公司的治理结构、持续的盈利能力及对投资者的回报都抛在脑后。管理层同样更多考虑了融资功能的发挥，而没有先想到投资者的切身利益及其回报，更没有注重上市公司的质量及上市后的监管。^①由于起跑线的不公平，在股权分置时代，资本市场对流通股股东来说，是一个不公平的市场，是一个风险和利益不对称的市场。多年的实践证明，因为流通股股东的利益与资本市场价格的高度相关性，而非流通股股东的资产价值与市场价格无关。所以当股票价格不断下跌时，非流通股股东从本质上说是淡然处置的。^②

（二）股权分置造成两类股东权益的不平等

股权分置造成两类股东的“权益分置”，使得非流通股股东可以通过低成本控股，导致流通股股东对非流通股股东的长期利益输送。非流通股股东和流通股股东的权利不平等体现在首次公开发行股票、配股、再发新股以及股利发放等公司运作的各个层面。以用友软件为例，2001年4月，用友软件非流通股股东以8400万元净资产，折价7500万股，每股净资产1.12元。向社会发行2500万股公众股，发行价为36.68元。发行后每股净资产为10.01元。发行前非流通股股东拥有净资产8400万元，发行后非流通股股东的净资产上升到75075万元，每股净资产增加了8.89元。如此高的资产收益来自于流通股的高溢价认购，是一种典型的财富转移。股权分置的市场为非流通股股东的财富大幅度增加提供了一个实质上不合法通道。2002年3月2日，用友软件董事会在2001年年报中宣布每10股派现金6元的决定。董事长王文京间接持有公司55.2%的股份，可分得现金红利3321万元，以其投资成本测算，王文京不到两年就可收回投资，而流通股股

^① 张晖，赵涛.过度融资可能导致中国股市崩溃[J].中国经济周刊，2004，(7)：23.

^② 吴晓求.股权分置改革若干理论问题[J].财贸经济，2006，(3)：34.

东需要 62 年才能收回投资。流通股股东与非流通股股东在股利分配上的矛盾得到了充分的凸现。

（三）股权分置扭曲上市公司治理结构

股权分置状态所造成的证券市场功能残缺对我国上市公司治理结构产生相当负面的影响。市场信息有效性差和投机性强导致股价严重偏离公司业绩，使证券市场的价格功能失灵，进而使其丧失了对经营者的评价和激励约束作用。非流通股的比例过大扭曲了上市公司的治理结构，上市公司中普遍存在着“一股独霸”，内幕交易盛行的现象。我国的非流通股一般都属于国有股性质，存在比较严重的所有者缺位或越位现象，很难做到真正的权责明确，并导致很严重的消极影响。而对于经营者而言，由于没有股票期权这样的激励机制，也就不能保证经营者和股东目标的一致性。对于流通股股东，在付出高价取得股东地位后，却不能真正参与公司决策，对于损害股东利益的行为，只能“用脚投票”，从而加剧了投机心理，导致长期理性投资的理念无法深入人心。^①

针对我国股权分置状况，有学者用“三个不满意”来形容：投资者不满意、公司不满意、政府不满意。^②著名的“科斯定理”认为：若交易费用为零，无论权利怎么界定，都可以通过市场交易达到资源最佳配置。而现实生活中，在交易费用为正的情况下，不同的权利界定，会带来不同效率的资源配置。我国证券市场由于存在股权分置问题，与其他成熟市场国家相比，交易费用高，资源配置极低，完全可以纳入“最差制度”的行列。^③

三、股改与“大小非”

成熟的资本市场不应是大股东翻云覆雨的市场，中小股东投资诉求也应得到保障。市场经济中投融资双方都要遵守互惠互利的契约规则。如果一个市场只是一味强迫某一方奉献而忽略回报，相信这个市场的多方利益主体是不“和谐”的，只会造成“多输”的局面。破坏了互惠互利的原则，相关市场就要崩溃。正是股权分置存在的种种危害性，使得我们直面历史遗留问题，掀起了中国股市的第二次革命。

^① 吴晓求.股权分置改革若干理论问题[J].财贸经济, 2006, 3: 34.

^② 燕京华侨大学华生校长 2003 年 8 月在中国社会科学院研究生院受聘兼职教授的主题演讲中，批评中国股市政策存在严重偏差，导致投资者、公司和政府三不满意。

^③ 敬景程.论有限理性与股权分置[J].经济问题探索, 2004, 12: 23

2005年4月29日，中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，宣布启动股改试点工作。5月9日，清华同方、三一重工、紫江企业、金牛能源4家上市公司进入股改试点“首发阵容”。6月20日，包括宝钢、长江电力两家中央企业在内的42家第二批股改试点公司推出。9月4日，证监会颁布《上市公司股权分置改革管理办法》（下文简称《管理办法》），这部8章55条的文件完善了相关的程序规范，明确了全面推进改革的整体政策框架。9月6日，上海证券交易所、深圳证券交易所和中国证券登记结算有限责任公司联合发布《上市公司股权分置改革业务操作指引》，为改革全面铺开提供了操作指南。9月9日，国资委公布《关于上市公司股权分置改革中国有股股权管理有关问题的通知》，为国有上市公司股改扫除了最后的政策阻碍。

“大小非”是股改的产物。《管理办法》规定：股改后公司原非流通股股份的出售，自改革方案实施之日起，在12个月内不得上市交易或者转让；持有上市公司股份总数5%以上的原非流通股股东，在前项规定期满后，通过证券交易所挂牌交易出售原非流通股股份，出售数量占该公司股份总数的比例在12个月内不得超过5%，在24个月内不得超过10%。这意味着持股在5%以下的非流通股份在股改方案实施后12个月即可上市流通，因此，“小非”是指持股量在5%以下的非流通股股东所持股份，“大非”则是指持股量5%以上非流通股股东所持股份，这就是“大小非”的由来。2006年8月第一支限售股解禁，2007年12月20日，第一支高市值解禁股大唐发电解禁38.068亿股。2008—2010连续3年，两市将陆续迎来解禁高峰。

第二节 “大小非”减持带来的问题与挑战

一、“大小非”减持对股市的冲击

中国股市为何巨幅下跌，各界看法不一。吴晓求、赵继鹏教授等认为：“大小非”是中国股市大跌的症结所在。而另外一种具有代表性的观点是：中国股市下跌是经济危机所致。中国经济对外依存度高，欧美等贸易伙伴陷入危机，自己也不能独善其身。股市作为经济的晴雨表，其深幅调整是对糟糕的经济前景的预

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库