

行政院國家科學委員會專題研究計畫 成果報告

大陸上市公司股份之研究

計畫類別：個別型計畫

計畫編號：NSC92-2414-H-009-003-

執行期間：92 年 08 月 01 日至 93 年 07 月 31 日

執行單位：國立交通大學科技法律研究所

計畫主持人：王文杰

報告類型：精簡報告

處理方式：本計畫可公開查詢

中 華 民 國 93 年 8 月 17 日

摘要

猶如「聖經」對西方的影響是不可比擬的，不瞭解這一點，將無法掌握西方歷史的許多深刻變化；同樣的，對於大陸證券市場的發展，若不結合對於國有企業背景的一併理解，將失卻大陸證券市場發展深層次背景的掌握。

從實質面上看，大陸建立證券市場的過程中，在計劃經濟體制上發展出帶有十足資本主義色彩的證券市場制度，這本身就是一個極為弔詭的現象。在經濟體制過渡變遷過程中，國有企業改制為上市公司，也因體制的所有制因素導致上市公司股份結構不同於一般證券市場的體例，促使大陸證券市場的發展不容易為外人所理解。

大陸現行上市公司主要均以國有企業改制而來，由於體制背景的制約，促使大陸上市公司的股份結構因其既有國有企業體制與股份制改造之影響，使得上市公司股份結構涵蓋國有股、法人股、職工股、A股、B股等區別。其中，國有股、法人股、職工股基於公有制為主導的思路，不得在公開市場中轉讓。這些因體制結構的扞格促使大陸證券市場的發展呈現出不同於一般國家證券市場的特色。相對地使得在證券法律制度的規範也呈現出差異性。是以本研究計劃之目的，著手將大陸上市公司中股份結構形成背景因素和國有企業轉化為上市公司之過程作一完整之法律分析。

關鍵詞：上市公司、國有企業、國有股、法人股、職工股、A股、B股

Abstract

The influence of Bible to the West world is incomparable; without knowing this, it is difficult to deeply understand the changes occurred in the western history. Similarly, the development of state-owned enterprises plays an important role in the development of PRC securities market, and without considering this factor, it is impossible to see through PRC securities market.

PRC, on the basis of the planned economy, develops its modern securities market with the Capitalistic style. This change itself is a very interesting phenomenon. In this process, many state-owned Enterprises gradually go publicly and become listed companies. However, since the ownership structure of the state-owned Enterprises is very different from those in the Capitalistic countries, it is hard for an outsider to understand the development of PRC securities market

Most of the current PRC listed companies were state-owned Enterprises before listing. Owing to its original publicly-owned system, there exists several types of shares in a listed company, including state-owned share, corporate -owned share, employee-owned share, A share, and B share.

Based on the publicly-owned system, among those different types of shares, state-owned share, corporate-owned share, and corporate-owned share, are not allowed to transfer in the public market. This aforesaid features of ownership structure of PRC listed companies and PRC securities market make the development of its securities market and relevant securities regulations very different from those of Capitalistic countries.

The purpose of this project is to make a thorough and complete legal analysis

with respect to the development of the ownership structure of PRC listed companies and the transformation process from a state-owned Enterprise to a listed company.

Key Words: publicly traded company; state-owned enterprises; state-owned share; corporate-owned share; employee-owned share; A share; B share

目 錄

摘要.....	I
Abstract.....	II
第一章 緒 論.....	1
第一節 研究動機與目的.....	1
第二節 研究方法及其克服.....	3
壹、研究範疇的說明.....	3
貳、研究方法的內容.....	4
一、文獻分析法.....	4
參、以大陸證券市場發展背景作實際之出發.....	5
肆、詞語技術分析障礙的釐清.....	6
第二章 大陸證券立法與證券市場的發展狀況.....	8
第一節 大陸證券法制立法的演變.....	8
第二節 證券法的立法宗旨.....	11
第三章 大陸上市公司中的股份主體.....	14
第一節 大陸證券法上對於證券主體的確認.....	14
第二節 大陸上市公司中股份類別的法律分析.....	15
壹、大陸上市公司股份類別的法律背景分析.....	15
貳、大陸上市公司股份結構的種類及其法律特徵.....	17
參、大陸上市公司中股份結構的法律依據和分析.....	17
一、股份類別的區分與法源基礎.....	17
二、複雜股份的發生緣由.....	18
三、股份種類的事實狀態.....	18
四、股份與股票區隔認知.....	19
五、歷史背景下的股份結構產物.....	19

第四章 國有股.....	25
第一節 國有股的緣起與發展沿革.....	25
第二節 國有股的處理模式.....	29
壹、國有股流通轉讓的困境.....	29
貳、國有股試行優先股的可能性探討.....	32
一、優先股的法律形態.....	33
二、公司化改造中優先股設置的考量.....	34
第三節 國有股的減低持股的可行性.....	34
壹、國有股減持的法律規範.....	35
貳、國有股減持直接目的在於籌集社會保障資金？.....	35
參、減持國有股與完善公司治理結構.....	37
一、股權結構是公司治理結構的基礎.....	37
二、上市公司治理結構存在的問題.....	38
三、國有股減持將為完善上市公司治理結構設制度條件.....	39
第五章 企業法人股.....	41
第一節 企業法人股的定義.....	41
第二節 企業法人股的衍生背景.....	42
第三節 國有股與法人股之間的差異.....	46
第六章 職工股.....	49
第一節 職工股的法源與政策回顧.....	49
第二節 職工股的設計考量.....	50
第三節 公司職工持股的探討.....	52
第四節 職工股作法的評析.....	56
壹、職工股的運作弊與制度缺陷.....	56
貳、職工持股會的制度構想.....	59
第七章 境內上市外資股（B股）.....	63

第一節 人民幣特種股票的法律定義.....	63
壹、人民幣特種股票的法律定義.....	63
貳、開放B股的構想.....	64
參、大陸證監會開放大陸居民買賣B股的目的.....	65
一、給境內投資者提供一個境內外匯投資的新領域.....	65
二、激勵B股市場的活絡.....	66
第二節 人民幣特種股票的制度缺陷.....	66
壹、B股的制度缺陷.....	67
貳、B股市場定位存在缺陷，市場方向不明.....	69
第三節 B股的未來發展走向.....	71
第八章 境外上市外資股（H）股.....	75
第一節 H股之定義.....	75
第二節 H股的上市程序.....	77
壹、大陸部分：.....	77
貳、香港部分：.....	79
一、於香港股票的上市標準.....	79
二、中國內地企業到香港聯交所上市要求.....	81
三、H股概況.....	81
四、法律及監管.....	82
五、有關H股上市的附加上市規定.....	83
第三節 H股的設置背景與意義.....	87
壹、H股發展初期的法律困境.....	87
貳、H股市場發展的歷程.....	90
第四節 境外上市：市場融資與市場結構的矛盾.....	94
壹、H股的結構性弊端.....	94
第九章 其他股份的概要淺析.....	103

壹、外資發起人股.....	103
貳、募集法人股.....	103
參、優先股或轉配股.....	104
肆、人民幣普通股（A股）	105
第十章 結 論.....	106
參考文獻.....	111
附件.....	116
行政院國家科學委員會委託計劃出國考察報告.....	116

大陸上市公司股份之研究

第一章 緒 論

第一節 研究動機與目的

從一九九〇年年底，上海、深圳證券交易所開幕到今天，大陸證券市場已經走了十餘年的路程。在這期間，大陸證券市場從鮮為人知，爭論究竟是姓「資」？姓「社」？直到今天已成為大陸百姓所熱衷的投資場所和國民財富的聚集地，證券市場不容置疑的已經成為大陸經濟改革過程中的重要組成部份。

大陸證券集中市場的發展，上市公司從一九九〇年一開始的十家發展到二〇〇三年年底為止共有一千二百八十七家，股票市值達四點二四五七萬億人民幣，佔GDP比重從不到 1%，到 36.83%¹，投資者開戶數為七千零貳十五萬戶²，證券市場已經成為大陸近十年來改革開放進程中發展最迅速金融市場之一。

大陸證券市場逐步發展的過程中，如何有序地以法律進行管理，是大陸所常加思索的，亦為證券市場健康發展的前提。從經濟學的角度上言，「發展」決不僅僅意味著規模的擴張和數量的增加，更重要的是質量的提昇。因此，證券市場的發展本身便是如何建構一個健全的法律制度的以使其結構完整、機能提高。

自從一九九二年八月大陸成立證券法立法小組以來，便著手於證券法的立法

¹ 中國證券監督管理委員會編，2004 年中國證券期貨統計年鑑，百家出版社，2004 年 5 月，第 12 頁。

² 中國證監會辦公廳編，中國證券監督管理委員會公告，2003 年第 12 期，第 93 頁。

起草工作³，期間歷經六年春秋，多次草案的反覆修改後⁴，大陸的《中華人民共和國證券法》（本文以下簡稱證券法）終於在一九九八年十二月二十九日，經大陸全國人大常委會通過並正式頒布，並將於一九九九年七月一日正式施行。全文共十二章，計二一四個條文。大陸《證券法》不同於過去的法律立法程序的是，該法是大陸第一部按照國際通行作法，由其立法機關全國人大本身自行起草而不是經由政府部門起草的法律⁵，其立法過程本身即備受矚目。

在證券市場逐步法制化之際，大陸證券市場一個極為令人更深入關心的背景體制取向便是，在眾多的上市公司中，絕大部分都是來自於國有企業所改制轉換而來。這其中基於國有企業的特殊發展情境，以及大陸在經濟體制改革中對於上市公司的發展的諸多基於固有經濟發展的背景下所衍生出來上市公司本身，具有流通股與非流通股的份際，流通股中又有 A 股、B 股、H 股；非流通股中又區分為國有股、法人股、職工股、發起人股的差別。這正是大陸上市公司中股份結構最為特殊的地方所在，更是外界所難以理解之處。當大陸證券市場因其加入 WTO 之後，也使證券市場對外逐步開放。但是開放之際，卻未改變具有體制發

³ 大陸自從 1990 年成立上海、深圳證券交易所後，證券市場對大陸經濟發展與經濟體制改革的促進作用日益明顯，然規範證券市場的法制工作明顯滯後，無法可依的窘境也不斷暴露出來。據此，大陸「全國人民代表大會財政經濟委員會」於 1992 年 8 月，成立證券立法小組，著手於證券法的立法工作。參見柳隨年，「關於『中華人民共和國證券法』（草案）的說明」，全國人大常委會公報，1998 年第 6 號，第 627 頁。

⁴ 大陸證券法起草始於 1992 年 8 月，歷時六載，縱跨了第七、八、九三屆全國人大，數易其稿，四次被提請審議。開場鑼已響，但遲未頒布，當最引人詬病並涉及人權爭議的《刑法》、《刑事訴訟法》皆已完成修法時，作為一部規範市場經濟的法律，證券法歷經六年審議才頒布，可以說是大陸經濟法律中審議最漫長的法律。

⁵ 大陸《證券法》之所以經歷多年的立法才得以完成，與大陸法律起草體制有著很大的關係。就改革開放以來的立法過程看來，大部份的法律都是由國務院各行政部門起草；有一部份法律由大陸全國人大的具體工作小組起草（例如憲法）；另外一部份是發動專家學者來起草，《證券法》就是這種方式的首先嘗試。在此並不抽象地論述這三種起草方式的利弊得失，但如由國務院的具體管理部門起草的法律，雖然更符合「階段性」或具體現實的要求，卻往往容易成為一部「管理法」，亦即球員兼裁判，致使法律規範內容本身對於該主管行政部門缺乏有效的制約。

展上所留有的特殊股份結構的情境。

對於上市公司股份結構上所存有特殊的股份，其如何衍生？其發展的情形如何？未來走向何處？這正是本研究計畫中所欲嘗試加以揭開面紗的動機所在，同時，在外資逐步進入大陸證券市場之際，經由本研究所形成之初步成果，以提供大陸證券市場特殊體制下所衍生的股份結構的基本理解。

第二節 研究方法及其克服

壹、研究範疇的說明

儘管大陸證券市場的發展歷程，至今僅有十餘年的光景，但對於大陸證券市場這種在計劃經濟體制背景之下所引入最富有資本市場色彩的證券制度，促使證券市場發展本身帶有諸多弔詭與不規範所衍生出特殊體制，顯然一本著作是不足以對其在發展中所遭遇的所有問題做出分析。就像國畫中的一幅潑墨山水畫所體現的精神一般，試圖用寥寥幾筆潑染的點和線來勾畫出整體結構和意境，因此，本研究在處理這一繁雜的問題，也只能用粗筆勾畫出有關這一繁浩課題的主要線索。

爲了完成一個可能的任務，有些研究限制是必須的，第一，對於大陸證券市場發展過程中，大陸相關部門發布許多的法令規章，以作爲市場管理與實務運作之依據，惟本文主要以《證券法》、《公司法》以及大陸證券市場主管部門——中國證券監督管理委員會和大陸國務院各行政部門中涉及證券市場管理的相關行政法規爲主。第二，省略某些次要的問題，盡量以主要法令與政策爲觀察對象，從宏觀的角度出發並分析，期以保持對整體證券法制中在涉及股份結構各方面相互關係的論述爲主，而不致脫離主題，儘管這些領域的每一個問題都可能並且事實上已經被寫成許多的著作了，但作爲一份專業領域的研究計劃，則希望能擴大

對此一問題在法律角度與背景體制上的分析。

貳、研究方法的內容

一、文獻分析法

對於本文主題所涉及的研究，遍及大陸《證券法》、《公司法》的各個實體法部份，加上證券制度本身具有高度技術性法規性質，其領域涵蓋經濟、法律、財政、金融等諸多層面。同時，大陸證券市場發展與大陸特有的國有企業改革有著密不可分關係，因此本文對於相關文獻的分析與探討，除廣泛蒐集既有的大陸政府出版品，相關涉及國有企業改革的主要法令和政策與大陸主要法律、經濟類期刊與報章，並藉由一些大陸官方正式統計的材料作為佐證。歸納整理這些文獻資料中的理論與經驗或數字，從中發現並補充所存在之缺失或不足，重建較為完整的分析結構，以期超越既有之研究積累。因為，理論的進步需有法學方法的協力，以更為自覺，更為透明的論點，更為嚴謹的理由來支撐論述的看法。

知識與真理的探求建立於對過去研究成果中加以累積而得。對於大陸證券市場發展的改革與變遷的論述正因為受到各界的重視，其相關討論材料堆積如山、汗牛充棟。然在文獻資料與學說觀點的引證上，考量於大陸諸多著作、期刊在註解上少有清晰的援引，引用論理學說尚未習慣添加來源出處，因此大陸法制研究，在考據求證上所花費工夫是研究大陸法律制度所面臨的一個難題，也造成對原始來源追求的困擾，這也是研究上的一個重大困境⁶。然作為一個規範的專題研究，本文盡量以大陸的官方出版品、公報作為佐證，並歸納分析；在大量閱讀相關期刊論文、參考涉及證券相關研究報告資料後，並作整理與過濾，以求論述佐證之逼真；同時，大陸集體著作模式盛行，更添加查證原始作者看法的困難，如何在浩瀚的材料中考證亦是本文寫作中嘗試加以克服的。報紙通常作為及時信

⁶ 王文杰著，國有企業公司化改制之法律分析，中國政法大學出版社，1999年5月，第7頁。

息的傳遞，在研究上的引註通常卻步，然在大陸證券專業報紙上（如中國證券報、上海證券報、證券日報等）的評論與研究報告的內容仍有其可注意之處，只是作者在延引上更為審慎。

參、以大陸證券市場發展背景作實際之出發

本文主題幾乎是環繞著大陸證券法律制度發展的內容而出發，本文的寫作是以大陸證券制度為主軸，經由對大陸證券制度發展歷程的實際深入研究，來瞭解大陸證券法制發展的概況，考察一種具體制度是如何在內部發生作用的，並且在研究過程中實際接觸當地的實務法律工作者和相關領域之學者等等。

的確，猶如《聖經》對西方的影響，是無可比擬的，不了解這一點，將無法掌握西方歷史的許多深刻的變化。同樣的，對於大陸證券市場的發展，若不結合對大陸國有企業的一併理解，將失卻對大陸證券發展的背景因素。

大陸證券市場從發展伊始就與大陸的國有企業的改革聯繫在一起，這主要原因是因為大陸國有企業日益沈重的虧損和負債，已使政府無力繼續承擔融資支持所致。選定國有企業經由股份制改制成為上市公司，以期在證券市場上經由資金的取得，讓企業更有資金的來源以遂行其發展。

大陸證券市場的功能在發展過程中，呈現著與世界各國的發展有著不同的風貌。前大陸中國證監會主席劉鴻儒先生曾把大陸證券市場的目標概括分為五個功能：為大陸內地經濟發展籌資、抑制通貨膨脹、對國有企業進入市場經濟進行改造、合理分配金融資源、促進社會主義市場經濟運作⁷。儘管這是在一九九四年的說明，然至今大陸證券市場的發展仍然承載著相關的功能。基於此，大陸證券市場的發展一直被作為實現政府目標的工具，而不是像西方證券市場那樣，一方

⁷ 劉鴻儒先生於1994年1月24日於紐約演講詞。轉載楊瑞輝、莫文光編著，中國證券市場透視，香港中文大學出版社，1997年，第29-30頁。

面為投資者提供融資流動，同時又為資金的分配發揮市場制約的功能⁸。

然而對於外來的研究者而言，往往對於大陸相關制度的研究難免涉入一些比較法學的觀點。由於大陸證券法律制度的特殊性，本身就是一個極具研究價值的主題，例如，對於一個計劃經濟體制背景下的建立起帶有十足資本主義色彩的證券市場，這本身就是一個極富思考價值的弔詭現象⁹。猶如學者方流芳教授所指出「儘管大陸在建立證券市場的過程中，在資本主義的經濟效益理論和社會主義意識型態之間作了仔細的政治平衡，但其基礎仍然是為了強化公有制而不是實行私有制。¹⁰」因此，如何對大陸證券市場的發展，作一番全新的審視，遠遠對大陸的證券法律制度作比較性的探討更具意義，所以本書以環繞其本身發展歷程以及演變過程為主作深入分析，進而掌握這種社會生活型態的整體與法制發展內容的變化。

肆、詞語技術分析障礙的釐清

法律文義分析是法律學固有的研究對象。特別是在德國和日本的法律學中，法律詞語技術的研究始終都是重點，甚至將法律的實質內容—法律價值判斷的問題亦主要作為詞語的技術問題。儘管詞語技術這一形式絕不能取代法律價值判斷這一實質，但我們絕不能低估法律中詞語技術的重要性。

法律文義的第一要務是要確定法律詞語技術中概念的內涵，並使其符合法律

⁸ William A. Klein and John C. Coffee, Jr. "Business Organization and Finance—Legal and economic Principles" Foundation Press, 5th Ed. 1993, at p382.

⁹ 在大陸引進證券市場的過程中，由於長久積累形成的計劃經濟體制和社會背景很難立即與全新的證券市場相對應，造成的結果便是現階段大陸證券市場在形式上初步已經具備了證券市場的一些要素並發揮一些功能，但整體的證券市場的實質仍是存在著制度性與結構性缺陷，這些缺陷影響著大陸證券市場的正面發展，助長了證券市場的風險生長與擴散，也讓證券主管部門在監管上產生了許多障礙。

¹⁰ Fang Liufang, "comments: China, at the Symposium: Capital Market and Financial services in the Pacific Rim: Prospects for Harmonization", 3 Law and Policy in International Business 1997, at 897.

的技術。明確法律詞語的內容可以對立法和審判發揮指導作用，並可以防止立法權和審判權的濫用做出貢獻¹¹。用內容尚未明確的詞語制訂的法律，時常為政治權力所濫用，這些在大陸的立法中頗為常見。由於過去立法經驗的不足，較為缺乏如何運用法律語言和條文規定的行為模式，以致於在法律規定中內容空泛，成為宣示性的法律，無法達到運用法律規範的行為模式形成新的社會秩序的目的¹²。這些都是本書在寫作中所遭遇的困難，也是亟待思慮克服的地方。

大陸證券市場的發展無可迴避於既有體制的制約和經濟體制背景環境的的互動，在本文論述過程中，涉及大陸特有的規範與體制發展的變遷中所衍生的特殊問題與內涵，作者均以說明註方式加以呈現，因此，說明註本身並不完全與本文有著立即明顯的關連，卻是本文中所呈現與大陸法制變遷不可或缺的一環。

接近二十世紀末，大陸法制建設發展二十餘年之際時所頒布的《證券法》在法條中仍是充滿著過多的法律詞語上的模糊用語，致使本文在研究寫作過程中仍是花費不少時間進行考據工作，這亦是所有在台灣對大陸法制研究進行中所面臨的同樣困境。例如，國有股、法人股等。在相關大陸證券市場中的特殊用語以及其背景緣由，本文在行文中將個別做出考慮與背景說明。

¹¹ 參見川島武宜著、王志安等譯，現代化與法，中國政法大學出版社，1994年10月，頁279。

¹² 王文杰著，前揭書，第10頁。

第二章 大陸證券立法與證券市場的發展狀況

第一節 大陸證券法制立法的演變

大陸證券交易市場的發展自一九九〇年，隨著上海、深圳證券交易所陸續開張而啓動其序幕。截至二〇〇〇年底爲止，歷經十餘年的發展歷程中，大陸的證券交易市場的發展規模，計有上市公司 1287 家¹，共有證券公司 133 家（其中具有主承銷資格的公司有 77 家），證券投資諮詢機構 111 家，證券從業人員 12 萬人，²開戶的投資股民達 7025.41 萬戶。過去的十餘年來，大陸國務院以及涉及證券的相關主管機構亦制定了一系列的行政法規、行政規章、司法解釋³對證券市場進行規範，但是其證券法規體系卻也存在著缺乏系統性的侷限，致使頒布一部較爲完整且具有法律位階的證券法立法工作，過去以來一直是大陸立法機關與政府證券主管部門迫切的工作。

事實上，任何一部法律的制定與頒布都有其歷史背景與經濟體制的需求。作爲大陸經濟體制改革內容最重要的創新制度之一的證券制度已經走了二十個年

¹ 大陸證券市場中歷年上市公司數量變化（1990-1998 歷年年末數）

年份	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
大陸	10	14	53	183	291	323	530	745	851	949	1088	1160	1224	1287
上交所	8	8	29	106	171	188	293	383	438	484	572	646	715	780
深交所	2	6	24	77	120	135	237	362	413	465	516	514	509	507

資料來源：歷年中國證券期貨統計年鑑，作者整理。

² 中國證券期貨監督管理委員會編，2004 年中國證券期貨統計年鑑，百家出版社，2004 年 5 月，第 263 頁。

³ 大陸在證券市場的發展中，由於高度行政管制，加上許多證券市場所引起的相關爭議大都由行政機關加以裁決，透過司法解釋的方式並不多見。在 2002 年 1 月，最高人民法院發布《關於受理證券市場因虛假陳述引發的民事侵權糾紛案件有關問題的通知》後，正式宣告由法院受理並介入於證券糾紛案件的發端。2002 年 12 月，最高人民法院進一步發布《關於審理證券市場因虛假陳述引發的民事賠償案件的若干規定》，使大陸證券民事賠償責任和實現機制第一次真正得到明確的落實。

頭⁴，一直到一九九八年十二月二十九日《證券法》正式頒布。這一系列的證券法律制度的發展歷程與變遷，殊為值得我國證券從事人員的深入理解與研究，尤其晚近以來大陸證券市場的發展亦成為我國證券業者所高度關注。

儘管大陸的第一張股票發行時間比西方第一張股票晚了三百多年，但是它象徵著大陸進入證券市場的程度與階段。一九八七年，大陸頒布《國務院關於加強股票債券管理的通知》，正式對股票發行和流通作了較為詳盡的規定。一九九二年，深圳正式發行 B 股股票作為進入國際市場，同年大陸成立「國務院證券委員會」與「中國證券監督管理委員會」（本文以下簡稱中國證監會）做為證券主管機關與執行機關；並在一九九三年四月發布《股票發行與交易管理暫行條例》作為第一個全國性的證券交易法規。這些發展歷程都說明過去大陸在證券交易市場的概況與法制的內容。

儘管不同國家證券市場的發展都具有內生性，但在發展路徑上卻可能存在著極大的差異。這部分是在於各國證券市場發展的邏輯起點和具體背景條件的不同，以及在此基礎上路徑依賴的作用。與美國等發達的證券市場相比，新興發展的證券市場（例如大陸起步僅十餘年）一般具有以下特徵：一是券市場的發展背景具有相似性，亦即宏觀經濟處於快數發展的階段；二是證券市場本身發展歷程較短，在發展初期都滯後於經濟發展的需要；三是證券市場的內部結構都存在著一定程度上的不合理性；四是不發達的證券市場具有後發優勢，能更直接學習外國證券市場的經驗；五是政府部門一般都在證券市場發展過程中發揮較大的作用

⁴ 從較為廣泛的界定上，大陸自從 1981 年因經濟調整中遇到財政困難，為平衡財政收支發行國庫券，應可視為證券發展的開端。儘管國庫券發行初期不能抵押、轉讓、買賣和流通，其強調購買國庫券是企業和人民支持政府的政治義務，不承認國庫券為金融商品，但在此後大陸逐步開放證券市場。參閱曹爾階著，中國證券市場研究與展望，中國財政經濟出版社，1994 年 3 月，第 129 頁。

從實質的層面上看，如前所述，大陸在經濟體制改革過程中，就是嘗試著一種制度變遷的過程。就企業制度的改革而言，從計劃經濟向市場經濟過渡有兩種不同的制度演變方式：其一是自主創新型的制度演進，如承包制；其二是引進型制度變遷，即向國外學習引進，如股票、期貨交易等。在這兩類型的制度演進過程和過程中政府的作用是不同的，像證券市場制度的建立可以視之為，政府首先模仿發達的市場經濟國家引進新制度的安排，逐步使其本土化和規範化，其突出的特點是，政府始終都在制度演進中起決定性的角色。這不同於自主創新的制度進過程，如在「承包制」⁶中，政府的重要的作用是認可⁷。

正因為大陸證券市場發展處於雙重體制的制約，與此對應所謂規範化的發展，難免帶有兩種不同的標準，亦即市場經濟與計劃經濟下的相互拉扯。相對於市場經濟要求的，在計劃體制之下便顯得有些牴觸。致使大陸在證券市場發展中的不規範現象大致出現三種類型：一是符合計劃經濟要求而不符市場經濟的規則，例如在股票發行市場制度中的「指標控制」和行政審批；二是既不符合市場經濟規則在計劃經濟也不存在的行為，例如編制虛假財務報表；三是將場外交易市場中存在的某種現象簡單地引入證券交易市場的行為，例如莊家做市、炒熱個股。這些現象的體現都說明大陸證券市場發展的不協調，使得如何以法律的制度建構來有續地對證券市場加以完善並就具體體制背景下的現實加以融合係為大陸

⁵ 王開國，「中國證券市場超常規創新的理性思考」，中國社會科學 2001 年第 1 期，第 80 頁。

⁶ 大陸國有企業改革中在八〇年代中期轉向以承包經營制為主軸。企業承包制這一制度的法律核心內容是確立企業承包合同這一形式，進一步落實大陸《民法通則》與《企業法》中賦予國有企業的法定經營權，以稅利分流，資金分帳，風險抵押等措施強化國有企業的自主經營，自負盈虧的能力。政府與企業之間以合同的形式確認彼此間的權利義務關係，使得國有企業取得比傳統模式中更多的經濟利益和獨立性。據統計在一九八七年底，大陸大中型國有企業中已有百分之八十實行承包制。

⁷ 參閱張平，對「制度變遷、市場演進與非正式的契約安排」一文的評述，收錄於張曙光主編，中國制度變遷的案例研究，上海人民出版社，1997 年 11 月 2 刷，第 53 頁。

證券市場的課題。

大陸《證券法》以其證券市場發展的實際情形作為出發，配合大陸上市公司的發展和經驗以法律形式加以肯定，然由於大陸的證券市場的實際經驗仍有待克服因此整體法律顯得帶有濃厚的過渡性。

大陸的證券市場發展初期，由於經驗的不足與及無序，呈現出行政主管機關介入濃厚的行政干預、多頭馬車、證券法規體系無法規範且無序的狀態；由於大陸證券市場建立時間不長，但發展速度很快，市場的監督者、發行者、投資者、證券業機構等主體均不夠成熟；再加上證券市場本身的所固有的高風險性、高投機性、高流動性、價格波動變化劇烈等特點，沒有嚴格的法律規範和強有力的監督管理，任其市場幕後操作和詐欺者為所欲為，致使大陸證券投資者與證券從業機構對於建立完善的證券法律制度有高度的期盼。

大陸在《證券法》頒布之後，並於一九九九年七月一日正式施行。大陸《證券法》已是大陸證券市場主要的母法，並替代過去僅僅依靠在一九九三年大陸國務院所發布的《股票發行與交易管理暫行條例》以及全國人大常委會頒布的《公司法》作為主要法令依據的局面。在全新的證券法頒布施行之後，大陸的證券交易市場亦將有所調整與規範，而新的證券法的內容與其相關配套法規的落實與執行，將受到矚目。

第二節 證券法的立法宗旨

大陸證券法第一條載明，「為了規範證券發行和交易行為，保護投資者的合法權益，維護社會經濟秩序和社會公共利益，促進社會主義市場經濟的發展。」這樣的立法宗旨的條文表述與主要國家證券交易法的規範並無顯著的不同。但是立於大陸證券市場發展的背景考察中，卻必須理解國有企業的發展與其證券市場

有著不可切割的聯繫，致使國有企業轉換為上市公司所衍生的結構性問題便成為大陸證券市場法制發展的難題；同時大陸證券市場的發展也非居於一成不變的經濟環境，最明顯便是大陸市場經濟體制進程的加深，促使如何保障交易安全以及對於投資者權益的保護成為新興的議題。

由於立法目的的確認成為貫穿整體立法過程中對於法律所體現的精神具有導向作用與價值衡量的作用。在大陸證券法制定過程中對於立法宗旨的爭論存在著為配合國有企業改革，並解決其資金不足的困境；還是保護投資者的合法權益這兩種觀點思路的拉鋸。

持證券法的立法宗旨係為配合國有企業改革，並解決其資金不足的觀點而言，其主要看法在於：大陸證券市場發展的主要現實—促使國企業改革。證券市場的基本功能在於籌集資金，而國有企業改革中的最大障礙即在資金的不足，通過證券市場的發展藉以替國有企業開拓籌湊資金的渠道，並降低籌措的成本與風險。若在證券法中確認此一宗旨，則必需在立法中解決現行國有股上市流通的問題。其解決方式包括將國有企業從競爭性行業中撤出，保留收益性不高的公益性行業，經由國有股的流通解決所有者缺位的問題；其次，讓國有股在櫃檯交易市場中拋出，以獲取數倍於原國有資產價值的資金，以利於其他相關基礎建設；現行國有股、法人股均不能上市流通，並不利於資產的優化與產業結構的調整，同時不利國有企業的改革，也是證券市場中不成熟的表現⁸。

持證券法應以保護證券投資者利益為首要立法宗旨者認為：國有企業的改革應著眼於改革而非「解困」，簡單地將國有企業改革推向證券市場通過資金籌措，並排擠非國有企業，其不能實現優勝劣汰的規則，無法真正實現國有企業的轉制。過分強調國有企業改革的需求將損害投資者的利益，過去的大陸證券市場發展中因為有計劃分配的額度，致使保證國有企業可以優先上市，而在上市過程與

⁸ 王連洲、李誠主編，風風雨雨證券法，上海三聯書店，2000年6月，第268頁。

上市後的配股，其程序上的瑕疵往往造成投資者的權益遭受損失。立法中若過分強調國有企業的改革將促使上市的國有企業與投資者利益的對立現象產生⁹。

新頒布的大陸證券法在立法宗旨上就其字面上的規範似乎傾向後者，表現在證券法上的立法內容包括在證券發行、上市、交易等各個環節上加強監督；明確證券交易所、證券公司、證券交易服務機構、證券主管部門及其從業人員的職責；對違法行為構成要件和處罰均有具體規定¹⁰。此外，大陸證券法中也明確規定投資者的賠償請求權（諸如證券法第六十三、一九二、二〇二條）等¹¹。

大陸證券法的立法基本上是從大陸的實際證券市場發展現況出發的，其將過去的一些有效經驗和作法以法律的形式肯定下來而形成。由於大陸在證券市場法制發展上的實際經驗仍非常有限，有些問題尚待進一步釐清，因此儘管正式的證券法已經頒布，但實在該法仍帶有濃厚的階段性的味道。例如條文中充斥著許多的空白授權條款與過渡性內容，最明顯地在第二一一條之中。再者，大陸的證券立法立足於其實際需要，同時，為使其證券市場保持必要的連續性，不因新法的頒布而否定過去的法規規定，立法方式係在過去的基礎上加以確立¹²。

⁹ 王連洲、李誠主編，前揭書，第 269-270 頁。

¹⁰ 正因為大陸證券法中確認以保護證券投資者權益為主要宗旨。揆諸憲大陸證券相關法規中，涉及到投資者權益保護的條款，應包括：《證券法》第 5、13、17、20、24、37、38、39、59、60、61、62、63、66、67、70、71、72、73、138 等條文；大陸《公司法》；大陸《刑法》180-182 條。此外，《禁止證券詐欺行為暫行辦法》（1993 年 9 月）；《關於嚴禁操縱證券市場行為的通知》（1996 年 10 月）；《關於規範上市公司行為的若干問題的通知》（1996 年 7 月）；《上市公司股東大會規範意見》（1999 年 2 月）等皆是對此一宗旨的確認。

¹¹ 顧肖榮，準確理解保住投資者合法權益的原則，政治與法律 1999 年第 2 期，第 33-34 頁。

¹² 王文杰，大陸證券法之評析，台北大學法學論叢，第 47 期（2000 年 12 月），第 445 頁。

第三章 大陸上市公司中的股份主體

第一節 大陸證券法上對於證券主體的確認

大陸《證券法》頒布之前，大陸證券市場中發行交易的證券品種有股票、公司債券、證券投資基金券、政府債券和企業債券等，此外大陸上也發行了金融債券、國家建設債券等，品種可謂繁複多樣。

從證券市場的運作角度來看，證券發行作為證券市場的起點，對於證券種類的規範與否，如何規範，其影響和後果不僅僅限於發行市場本身，還不可避免地很大程度上制約甚至影響著交易市場乃至於整個證券市場的規範程度與規範方式。因此為了確保證券市場規範的一致性和協調性，大陸《證券法》立法過程中一個很重要認知基礎便是擬定證券法中所規範的證券種類。本文特闢一章作為論述介紹大陸證券主體種類的原因在於：大陸證券市場中證券主體的發行在其發展歷程中極為複雜且特殊，故值得詳加探討。

蓋證券法是以規範有關證券交易之法律關係為目的，故為確定其適用範圍乃有使其規範的對象明確之必要。就證券立法過程中，對於其所規範的證券種類範疇曾出現兩種意見的拉鋸：第一種意見為，證券法應當成為統轄公司法和其他證券法律、法規的基本法，各類證券活動首先以證券法為準，將其他法律、法規中對於證券發行、交易的規範都納入證券法之中，因此，其所規範的證券種類應當包括所有證券（包括衍生性商品）；第二種意見為，大陸證券市場所規範的證券關係主要是股票、公司債券等基本證券的交易活動，至於其他證券如政府債券、金融債券、投資基金等，因其發行活動所產生的法律關係各不相同，也不同於股

票、公司債券的法律關係，須要另行制定法律、法規來加以規範¹。

關於上述的兩種立法意見，大陸《證券法》採取第二種意見，而在《證券法》第二條中規定其所規範的證券種類在大陸境內包括「股票、公司證券和國務院依法認定的其他證券。政府債券的發行和交易由法律、行政法規另行規定。」亦即大陸證券法中所規範的證券種類範圍限於資本證券，其基本形式為股權憑證（如股票、證券投資基金等），和債權憑證（如公司債券、金融債券等），在證券法中明確確認股權憑證和債權憑證這兩類證券作為證券法中證券交易種類，主要是大陸證券市場發展過程中的基本種類且有一定的運作經驗。而對於證券期貨、期權等衍生性商品暫不在證券法規範的範圍之內²。

大陸證券法在立法中，僅先為對有把握的證券種類先作規定，其也留有必要的餘地將股票與公司債券以外的發行種類交由國務院依法作出規定，因此在第二條第一項後段中載入「本法未規定的，適用公司法和其他法律、行政法規的規定」作一概刮性的規定。

大陸《證券法》中所確認的交易品種為股權憑證（如股票、證券投資基金等），和債權憑證（如公司債券、金融債券等），而目前大陸證券市場中所存在的其他證券，如企業債券、金融債券、商品期貨和期權等則尚未包含在證券法中。

第二節 大陸上市公司中股份類別的法律分析

壹、大陸上市公司股份類別的法律背景分析

儘管大陸證券法第二條中已經明確做為證券法中所規範的交易主體是股權

¹ 李飛，關於如何確定證券法的調整範圍問題，中國法學 1999 年第 2 期，第 25 頁。

² 喬曉陽，「『中華人民共和國證券法（草案）』修改意見的匯報」，全國人大常委會公報 1998 年第 6 號，第 645 頁。

憑證（如股票、證券投資基金等），和債權憑證（如公司債券、金融債券等）。其中尤以股票本身的內在大陸複雜的體制下，其所呈現的內涵恐怕不僅僅是，一般人所理解股票系乃表彰股東權之有價證券而已³。

在一九九二年以前，大陸股票市場的試驗僅限於上海、深圳兩地，對於大陸的投資者本身來說「股票」是一個極為陌生的名詞。今天，大陸股票市場已經擴及到大陸境內各地，並引起了諸多的關注。但就其法律內涵卻有極大了差異以及本身發展背景的特殊性。

就大陸證券市場法規的發展歷程中，在《公司法》施行之前，絕大多數上市公司主要是按照國家經濟體制改革委員會於一九九二年五月十五日所發布的《股份有限公司規範意見》的相關條件所或是上海、深圳市的地方法規所設立的。在《股份有限公司規範意見》第二十四條中規定「公司的股份按投資主體分為國有股、法人股和外資股」；而在一九九三年四月二十二日，大陸國務院發布《股票發行與交易管理暫行條例》中則迴避了這種劃分，在涉及上市公司總股份時，其採用了國際通行的「發行在外的普通股」這一概念⁴；一九九四年七月一日正式施行的大陸《公司法》第七十四條中對於股份有限公司的股份只分為發起人股份和社會公開募集的股份，這使得大陸相關法律所要規範的目的與法律生效前所產生的客觀事實發生嚴重的差異。

一九九三年底大陸通過《公司法》前後，大陸國務院以及國務院所屬部門又相繼發布有關股份有限公司的法規和部門規章。可以說，大陸國務院及其有關部門所發布的行政規章都是針對大陸當前證券發展的需要而制定，然而其內容卻都是著眼於其證券市場當前亟待解決的現實問題而出發，缺少與《公司法》的相關

³ 大陸《股票發行與交易管理暫行條例》第 81 條中對股票的定義為，股份有限公司發行的、表示其股東按其所持有股份享受權益和承擔義務的可轉讓的書憑證。除此法律定義外，股票的內容尚因大陸體制改革下所呈現出多種的風貌，詳如本文所述。

⁴ 詳參見大陸《股票發行與交易管理暫行條例》第 81 條。

內容形成體系，以致於相互之間缺乏必要的銜接，從而使上市公司股份規範化的問題更加複雜及困難。

貳、大陸上市公司股份結構的種類及其法律特徵

本節中僅就大陸現行法規與及實際情形就上市公司「股份」類別作個別分析，這裡所強調的是上市公司的「股份」構成。

儘管大陸證券法所規範為股票交易，但上市公司股份的構成之理解視為對大陸證券市場中所不可或缺。現行大陸證券市場中所列舉的「股份」種類，其所統計根據乃是大陸中國證券監督管理委員會於一九九四年十月二十七日發布「上市公司辦理配股申請和信息披露的具體規定」文件中，在其附件「公司股份變動報告的內容與格式」，要求上市公司披露其股份結構時，應分為尚未流通股份和已流通股份，同時按照該文件要求，目前大陸上市公司的股份總體可劃分為九種，亦即「尚未流通股」中的細目包括國有股、境內發起人股、外資發起人股、募集法人股、內部職工股、優先股或其他；屬「上市流通股」細目的有 A 股、B 股、H 股。至此，大陸證券主管部門對於所有上市公司信息披露文件中，凡涉及公司股份結構內容的，均按該文件的規定披露。

同時，大陸證券主管部門—中國證監會所編「中國證券期貨統計年鑑」中，對於上市公司總股份結構的統計數字亦以此為劃分，基於此，下列的分類論述亦為本文論述的依據。

參、大陸上市公司中股份結構的法律依據和分析

由上述對於大陸上市公司股份結構的法律特徵以及其源由的論述，我們可以進一步分析其在證券法律體系中的根據和情形：

一、股份類別的區分與法源基礎

目前大陸上市公司總體上存在的多種股份類別，其中每一種股份都有其特定的、有別於其他類別的法規條款作為依循（相關股份列別的法律依據參照下表）。就證券法律體系中，A 股、B 股、H 股等已經上市流通股份的類別，已經逐步具備了由法律、行政法規和部門規章等層次所構成完整體系，各個層次的法規相互銜接。

二、複雜股份的發生緣由

大陸《公司法》係為在一九九三年十二月頒布，並在一九九四年七月一日正式施行。在施行之前，大陸證券市場便已經開始運作，因此，在此之前的上市公司主要是依照《股份有限公司規範意見》的相關條件所設立。致使在公司法施行之前的上市公司其設立程序與條件與公司法的規範並不一致。儘管國務院發布《關於原有有限責任公司公司和股份有限公司依照公司法進行規範的通知》，重新登記，使其設立條件得能與公司法的內容相銜接。但既有的上市公司本身，在股份制改制的過程中，由於主要由國有企業所改制過來，致使上市公司的股份結構中呈現出極為特殊的內涵。

三、股份種類的事實狀態

中國證券監督管理委員會於一九九四年發布的《公司股份變動報告的內容與格式》，是屬於大陸證券主管部門指導上市公司規範信息披露的技術性規範。「尚未流通股」和「已上市流通股」兩個概念是基於業已存在的客觀現實，出於大陸證券統計工作須要而作出的劃分。

按照股票上市信息披露的原則，上市公司有義務、準確地描述其股份流通的狀態及相應的法律事實背景。在實務操作上，若所有的上市公司都嚴格按照公司股份變動報告的內容與格式》這個文件所規定的內容格式披露其股份結構的話，則某些上市公司尚未流通股份悄然上市的事件是可以被及時發現並予以制止

的。但這也表明上市公司的存在不同股份結構的事實，其中不僅僅在於流通股的區分，更在於非流通股中具有多樣性且複雜的樣態。

四、股份與股票區隔認知

大陸上市公司中「股份」（shares）和「股票」（stock）概念上並不完全等同。大陸現有的證券法規在涉及上市公司股份時，對兩者的區別和聯繫的處理是相當謹慎的。一般在涉及到股東權利義務時，都使用「股份」或「股」的用語概念，除《公司法》外，其他法規則多是在涉及上市流通股時，才明確地使用「股票」的概念。基於此，大陸股份有限公司的特點由於其特殊背景下的情境，「股」和「票」是必須加以區隔對待與認知的。

五、歷史背景下的股份結構產物

由於大陸上市公司總體上存在九種股份，這是大陸股份制試點和股票市場試驗這個特定時期留下的產物，其隱含著特定的證券法制的淵源和歷史背景，這也幾乎是大陸股票市場和上市公司不同於境外股票市場和上市公司的基本特徵。此為研究與理解大陸證券發展中所不可或缺的。

在股份制企業中根據投資主體的不同區分為：國家股、法人股、個人股、外資股，這種區分之用意在把握各方投資者的身分與地位。把股份公司的股份種類劃分為國家股、法人股、個人股、外資股四大類型。很顯然，這是一種按投資者身分不同等外部因素所作的簡單、機械式的劃分方法，忽視了股份本身內在性質不同、股東權益與風險相對稱的基本屬性，致使在實務運作中不可避免地造成了不同股份在權益、分配、流通等方面的巨大差異和不可調和的矛盾，不斷出現違反同股同本、同股同權、同股同利原則的行為，為股份制的運作和深化造成了強

大的外部掣肘，弊端越來越明顯⁵。在公司法中的規定相較於 1992 年的兩個《規範意見》進步之處，在於淡化股東身份的硬性區分。不過，在《公司法》第 130 條中我們並未能看出股份區分的種類，和實務上操作有不能結合之處（例如，普通股與特別股，又如目前在證券交易所中的 A、B、H、N 等股）。股份的劃分與設置應從股份的內源因素出發，需按照股份性質、權益與風險的不同原則而加以劃分使其與實務操作相結合。

⁵ 馬廣奇，我國試行優先股的基本思路，金融時報，1995 年 12 月 28 日，第 4 版。

大陸上市公司有關股份結構種類所依循之法律依據一覽表

	公司法	國務院行政法規	中國證監會	其他部門法規
國有股	第 147、148、229 條	股份有限公司國有股管理暫行辦法第 29 條（1995 年）	1994 年第 45 號文件	
境內發起人股	第 147、229 條		1994 年第 45 號文件	
外資發起人股	第 147、229 條		1994 年第 45 號文件	關於設立外商投資股份有限公司若干問題的暫行規定（1995 年）
募集法人股	第 229 條		1994 年第 45 號文件	
內部職工股	第 229 條		對股票發行中若干問題處理意見的通知（1995 年）	股份有限公司內部職工股持股管理規定（1993 年）
優先股或其他			1996 年第 17 號文件	
A 股	第 153、154 條	關於進一步加強證券市場宏觀管理的通知（1992 年）	關於股票公開發行的各種文件	
B 股	第 153、154、155 條	關於股份有限公司境內上市外資股的規定的實施細則		關於設立外商投資股份有限公司若干問題的暫行規定（1995 年）
H 股	第 153、155 條	關於股份有限公司境外募集股份及上市的特別規定	到境外上市公司章程必備條款（1994 年） ⁶	關於設立外商投資股份有限公司若干問題的暫行規定（1995 年）

⁶ 該行政法規係由前國務院證券委員會所發布，該單位於 1998 年國務院機構改革中遭裁撤。

按股票種類劃分的上市公司基本特徵

公司分類	公司註冊地	股票掛牌地	股票掛牌或 登記備案地	投資者身份
A 股公司	中國大陸	中國大陸		大陸公民或大陸法人
A、B 股公司	中國大陸	中國大陸	香港、其他	A 股：大陸公民與大陸法人； B 股境外公民或法人
B 股公司	中國大陸	中國大陸	香港、其他	境外公民或法人
A、H 股公司	中國大陸	中國大陸	香港、其他	A 股：大陸公民與大陸法人； H 股境外公民或法人
H 股公司	中國大陸	香港	境外各地	境外公民或法人
N 股公司	中國大陸	紐約	境外各地	境外公民或法人
S 股公司	中國大陸	新加坡	境外各地	境外公民或法人
L 股公司	中國大陸	倫敦	境外各地	境外公民或法人
紅籌股公司	境外各地	境外各地	境外各地	境外公民或法人

製表整理：王文杰

按股份類別劃分的上市公司年末累積數量變化（大陸地區）

年份	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
僅發行 B 股	0	0	0	6	4	12	16	25	26	26	28	24	24	24
同時發行 A、H 股	0	0	0	3	6	11	14	17	18	19	19	22	29	29
同時發行 A、B 股	0	0	18	34	54	58	69	76	80	82	86	88	87	87
僅發行 A 股	10	14	35	140	227	242	431	627	727	822	930	1023	1085	1085
合計	10	14	53	183	291	323	530	745	851	949	1088	1160	1224	1287

資料來源：歷年中國證券監督管理委員會公告

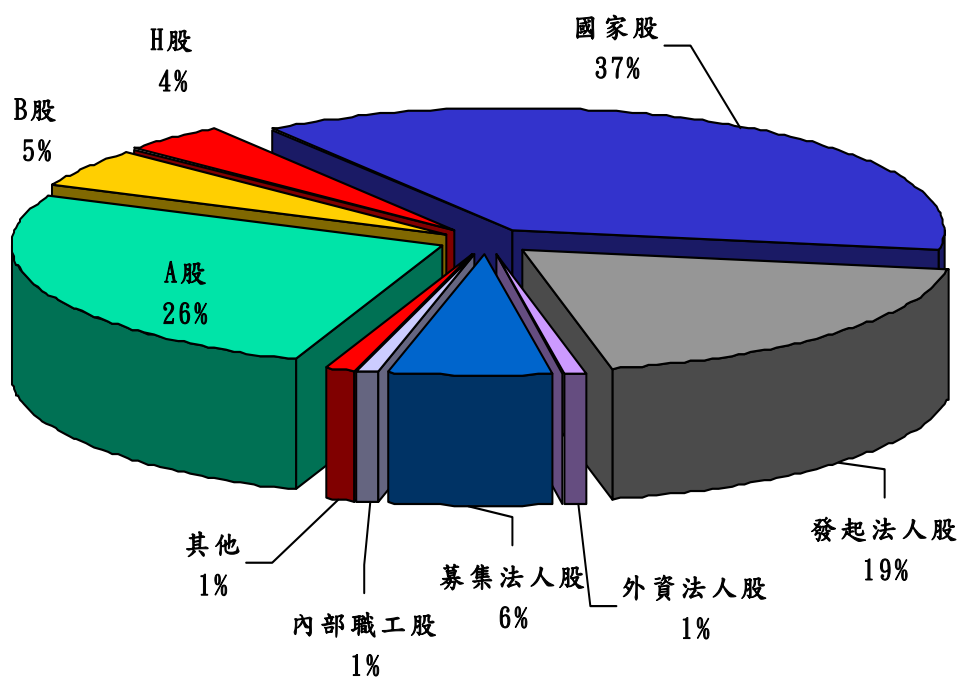
製表整理：王文杰

大陸上市公司總體股份的歷年年末數量

單位：億股，每股面值一元

年份	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
國家股			28.50	190.22	296.47	328.67	432.01	621.28	865.51
法人股			9.05	34.97	73.87	135.18	224.63	439.91	528.06
外資法人股			2.80	4.09	7.52	11.84	14.99	26.07	35.77
募集法人股			6.49	41.06	72.82	61.93	91.82	130.48	152.34
內部職工股			0.85	9.32	6.72	3.07	14.64	39.62	51.70
轉配股				0.19	1.10	6.27	11.60	22.87	31.47
A 股	2.61	6.29	0.93	61.34	143.76	179.94	267.32	442.68	608.03
B 股			0.25	24.70	41.46	56.52	78.65	117.31	133.96
H 股				21.84	40.82	65.00	83.88	111.45	119.95
合計	2.61	6.29	68.87	387.73	684.54	848.42	1219.54	1942.67	2526.79

製表整理：王文杰



截至 2003 年底，各種股份在整體證券市場股份所佔比例，2004 中國證券期貨統計年鑑。

第四章 國有股

第一節 國有股的緣起與發展沿革

在大陸計劃經濟體制下，國家所有權是國家產權的唯一形式。

把國家對於國有資產的管理或政府對於國有企業的管理轉變為政府對於國有股權的管理，其為一個歷史性的轉變，它源於八〇年代初期中國試行國有企業股份制的改革。

八〇年代初期大陸對國有企業推行股份制的改造，一九八四年十月，中共中央發布《關於經濟體制改革的決定》，股份制開始在一部份經濟效益比較好的國有大中型企業改組為股份制企業。一九八六年十二月，國務院在《關於深化企業改革增強企業活力的若干規定》指出：各地可以選擇有條件的全民所有制大中型企業，進行股份制試點。在此之後，股份制企業已不再是侷限於集體企業和少數小型國有企業之上。在這種股份制改造中一個鮮明的變化是國家對國有企業的管理由過去授予國有企業經營權的方式轉變為以股東身分對國有資產實行股權管理¹。這種企業結構性的變化也為國有企業公司化提供了一些條件。

特別是 90 年代以來，國有企業體制改革、建立現代企業制度的過程中，重新誕生了國有股權制度，並有了較大的發展。這一時期的國有股權制度又可以分為兩個階段：以《公司法》的頒布實施為發展階段的劃分基礎，在此之前可稱初創階段，之後可稱為逐步法制規範發展階段。在初創階段的國有股權制度由眾多的有關股份制的行政法規、規章和政策性文件構成。國有股權制度正是在這一系

¹ 參閱汪進元、賀航洲、王立業，股份制企業國有股法律問題研究，法學評論 1995 年第 2 期，頁 64。

列的國有企業股份制改革的試點中出現²。

1992 年 2 月，國有資產管理局和國家體改委等五個行政機構聯合發布了《關於在股份制試點中加強維護國有資產權益的通知》，以保護國有股權權益的角度，對於國有股權發布了的一系列規定，如第 5 條規定了國有股權的行使體制：「國家對股份制企業的國有股權實行統一領導，分級管理。目前，企業財務關係屬於哪一級財政，國家股即由哪一級國有資產管理部門行使所有權，並承擔相應的管理責任。國家股管轄權轉移的決定權在上級國有資產管理部門。」第 6 條規定國有資產管理部門可以授權投資公司、控股公司、集團公司、經濟實體性行業總公司以及少數特定部門，行使國家股的股權；第 7 條規定股份制企業中的國家股都必須有股權代表；第 11 條規定了所有股東股權平等、同股同利、利益共享、風險共擔的原則。另外，該《通知》還對國有股的分紅收入、國有股份的出售及出售收入以及股份制企業破產時國家股的財產分配等問題作了相關規定。

1992 年 12 月，國家國有資產管理局、財政部和中國人民銀行又發布了《股份制試點企業國家股股利收繳管理辦法》，對國有股權中的股息、紅利分配這一重要股權內容進行了規定。在這一階段，對國有股權制度建立發揮重要作用的還有國家體制改革委員會於 1992 年 5 月發布的《股份有限公司規範意見》、《有限責任公司規範意見》以及國家體制改革委員會與其他部門於 1992 年 5 月公布的《股份制企業試點辦法》三個規範性文件。這些文件初步地將國有股權的法律運作規範作了界定，更重要的是從公司組織制度和公司法人產權結構兩個方面奠定了國有股權制度的法律基礎³。1993 年 12 月，大陸《公司法》的頒布對國有股

² 正是因為大陸市場經濟體制的發展處於一種變遷的過程中，因此大都以在先以試行或是先為具體運作後，經由一定的成熟度之後，再經由法律加以確認。不過這也衍生了具體既成的事務需要經過一段時間磨合的窘境，若是形成難以調整的情事，反而尾大不掉，衍生對市場體制更大的衝擊。

³ 程合紅、劉智慧、王洪亮著，國有股權研究，中國政法大學出版社，2000 年 2 月，第 82 頁。

權制度發展有更重要的法律依拖⁴。隨著公司法的頒布實施，又出現了一系列配套性的法律、法規和規章、政策，大大豐富和發展了國有股權制度的內容。例如，國有資產管理局於 1994 年 3 月發布的《股份制試點企業國有股權管理的實施意見》；國有資產管理局、國家體改委於 1994 年 11 月發布的《股份有限公司國有股權管理暫行辦法》；國有產管理局和國家體制改革委員會於 1997 年 9 月聯合發布的《股份有限公司國有股股東行使股權行為的規範意見》等等。這些規定從國有股的種類和原則、國有股權的界定、國有股權的持股單位首行使方式到國有股的收益等方面，作了較為有系統的規定，而且原則也適用於有限責任公司中的國有股權制度。國務院於 1994 年 7 月發布《國有企業財產監督管理條例》，國家經濟貿易委員會和國有資產管理局聯合發布了《關於監督機構對國有企業派出監事會工作規範意見》。這兩個文件雖然主要係是針對國有企業，但也原則適用於國有獨資公司。因此，其中有關監督管理以及監事會的規定，實際上也是對國有獨資公司中國有股權實現制度的規定。1998 年 12 月頒布的《證券法》則是對包括國有股在內所有股份轉讓的規定。尤其需要指出的是，中共中央於 1999 年 9 月召開的十五屆四中全會通過了《關於國有企業改革和發展若干重大問題的決定》，對促進國有企業股份制改革，對國有股權制度的發展，具有重大的歷史意義。

目前，大陸國有股權制度主要包括以下幾個方面的內容：（1）關於國有股權的性質和類別。依照大陸《公司法》第四條第三項規定，公司中的國有資產所有權屬於國家；股東按投入公司的資本享有所有者的資產受益等權利。在國有股分類上，劃分為國家股和國有法人股。國家股在公司登記上記名為代表國家投資的該機構或部門持有；國有法人股則記名為出資的該國有企業或事業及其他單位

⁴ 實際上大陸公司法並未到國有股權的法律意義作了任何規定，更多是一個宣示性的抽象法律的規定而已，例如第 5 條、第七條等。不過其提供了相關主管機關一個制定管理法規的依拖基礎，使形式上成為一個法制化的運作。

持有的股份。(2) 股份有限公司國有股權管理應遵循的原則。包括貫徹公有制為主體的方針，保證國有股權依國家產業政策在股份有限公司中的控股地位；堅持政企職責分開，維護國有資產權益，依法落實股份有限公司法人財產權；促進國有資產合理配置，提高國有資產運營效益；保障國有股權益。(3) 關於國有股權的行政管理。明確了國有資產管理部門是對國有股權進行行政管理的專職機構⁵。(4) 關於國有股份的持股單位。國有股應由國家授權投資的機構持有，在國家授權投資的機構未明確前，也可由國有資產管理部門持有或由國有資產管理部門代政府委托其他機構或部門持有。國有法人股應由作為投資主體的國有法人單位持有並行使股權。國有持股單位可委派法定代表人或其指定的代理人出席股東大會，審議和表決股東大會議程上的事。持股單位通過出席股東大會的代表提名董事、監事候選人或提出罷免董事、監事的動議，並依持股比例參加投票、表決。持股單位即為股東單位；持股單位不得委託任何自然人作為國有股股東，不得以其個人名義行使國有股股權。一般情況下，不允許在公司內部設置“國家股權代表”的職務。(5) 關於不同公司形態中的國有股權。有限責任公司中的國有股權適用有關股份有限公司中國有股權的規定。國有獨資公司中國有股權則有較大特殊性，其國有股由國家授權資資的機構或者國家授權的部門持有，並行使股東會權利，如有權派和更換董事、指定董事長；同時，國務院授權的監督機構有權代表國家向國有獨資公司派出監事會，對企業財產保值增值狀況實施監督，維護國有股權益。(6) 關於存在的問題。在實務運作中，國有股權制度顯得不夠健全、統一，既有的規定沒有得到認真落實，另一些規定則有待於修改和完善。例如，國有股的股東問題；國有股權行使過程中存在的政企不分的現象；規範國有股權制度的重要法律，如《國有資產管理法》仍未頒布；國有股的轉讓實際上

⁵ 2003 年 3 月，大陸進行第八次國務院機構改革，將原國家經貿委、中央企業工委以及財政部有關國有資產管理的部分職能整合起來，獨立設置「國有資產監督管理委員會」。國資委的監管範圍，確定為中央所屬企業的國有資產。採行中央與地方兩級方式管理。參見王忠禹，國於國務院機構改革方案的說明，國務院公報，2003 年第 2 期，第 191 頁。

受到限制；國有股在股息、紅利的分配上得不到平等待遇，不少包含國有股的公司向大陸政府只交稅而不分利等等。國有股權制度的完善仍有相當長的路要走。

第二節 國有股的處理模式

國有股（stated-owned shares）是公有制條件下實行股份制的產物，它具有以下兩個方面的特定含義：其一，國有股是指國有企業改制為股份有限公司後，對國有資產進行評估折價計算的股份；或者是國家認購的股份有限公司的股份。其二，並非是所有的國有企業都要折價為國有股。畢竟並不是所有的國有企業都將改制為股份有限公司的形式⁶。將國有股的確立，使一部份國家所有權轉形為國家股權，這樣基本上解決長期以來國家所有權與企業經營權的糾纏。國有資產折股以形成國有股無疑是一個複雜的問題，應清量資產、進行資產評估、核定企業佔用國家資產總量等等。

壹、國有股流通轉讓的困境

在公司運行制度中，其為企業改革提供了全新的思路：即通過國家所有權的轉換，實現國有企業財產權在國家與企業之間的重組，使企業在產權獨立的基礎上實現經營機制的轉換，使國有資產做最有效率的運用。公司化改造中國家作為國有資產的所有者將其資產投入公司的經營活動，依照股權平等的原則，就股東身分而言，國有股與其他股東在法律地位上是平等的。就國有企業在轉換為公司時，無疑的國有股將居於控制地位，然而現行大陸的做法擔心國有股透過股票市場的流通其在企業結構中的比例下降而造成私有化，把價值化的流通看做資產流失。致使國有股得否流通本身往往與國有企業的改制聯繫在一起。

⁶ 此處所指的國有股僅限於一般行業的國有大中型企業實行股份制改造後，國家所持有的股份，而不包括小型國有企業在內。

由於大陸慣性地把公有制當成社會主義的標誌，同時，企業國有資產管理體制的改革，包括股份有限公司中，國家股的轉讓又是各政府部門之間既得利益和權力的重新劃分和再分配。因此，法人股能在法人間轉讓，國有股不能流通，國有股的上市受到政府嚴格的控制。國有股與法人股不能上市自由流通，便說明大陸政府對於企業的出資不是投資而是投入，其與政府修建公用設施並無實質區別。這便造成更多的不利後果：國有股處於停滯狀態，單方面承擔股市風險，無法通過股票發行與交易市場中進行買賣，喪失市場競爭中的平等營利機會；國有股佔股票市場中的絕大份量而不能流通⁷，使股市成為自然人的市場，在籌碼有限的情形下容易受人操縱，這也是大陸目前股價波動過於頻繁且幅大變化過大的一個原因之一；儘管大陸《公司法》中明文宣示：股東持有的股份可以依法轉讓（公司法第 143 條）。但在股份制改革間由龐大國有資產轉換而來的國家股在進入公司制度時，國家股的轉讓問題既涉及到意識形態上的爭論⁸，又涉及到各級政府部門之間的矛盾，還包含著股民對國家股進入證券市場時對個人股的衝擊。致使國有股的流通具有嚴格的限制，立法者並在《公司法》條文中載入限制條款（公司法第 71 條、第 148 條），即只有在符合法定的轉讓條件並履行審批程序後方可轉讓。有關行政規章如《股份有限公司國有股權管理暫行辦法》對於國有

⁷ 大陸在 1995 年底以前上市的 300 多家公司中，除 3 家以外，上市公司可交易股票只佔總股權數的 23% 左右，也就是說這些公司中的國家股和法人股是不可以上市交易。參見李劍閣，中國企業改革和股票市場發展，改革 1996 年第 6 期，頁 11。

⁸ 吾人以為國有企業公司化改制必須建立一個以資本為主導的企業產權結構，而國有資產轉化為國有股的屬性及市場經濟對企業的要求下，不難發現在國有產權的轉換和公司所要求的資本機制安排之間有著衝突：（1）國有資產所有權主體的非人格化資本行為與公司企業以營利為目標的要求之間存在著衝突。國有企業朝公司化改制，以作為向市場經濟體制過渡，在客觀上必須以利潤最大化為目標參與市場競爭，為此在產權明晰化的基礎上，在轉換國有資產為公司資產時，除非放棄履行所有者職能或使所有權退化為債權，否則上述目標實在不易達成，而這卻可能使大陸堅持的公有制名存實亡；（2）國有資產轉化為公司資產時，現行國有資產中的剩餘請求權的不可轉讓性與公司企業產權屬性具有可轉讓性之間的衝突。國有企業在轉制為公司後，公司不僅是對資產的佔用，而且可以自主處分企業資產，對於國有資產對公司的剩餘請求權，一旦也發生轉讓，企業的國有制性質便難維持。如果剩餘請求權的不可轉讓，則不僅限制了公司產權的轉讓，更難以使股權分散化和公司企業產權的獨立化，從而難以確立法人資產制度。

股的轉讓條件與程序更細部條列了更嚴格的規定⁹。設定對國有股的轉讓審批程序的本意在於用行政手段強化經營者對國有資產的關心，防止國有資產的流失。但是採用這種嚴格的行政審批手段必然使國有股權轉讓的靈敏性受到極大的限制。國有股的持有者因受到轉讓不易的掣肘而對於公司本身就置於瞬息萬變的市場情況的反應速度大打折扣，這些都是對效率性的犧牲，而不加限制又恐造成國有股持有者能否善盡職責的問題¹⁰。這種兩難問題再再凸顯了大陸國有企業公司化中，國有體制結構的非法律性問題對公司法律制度的扭曲，根本性的解決方法仍應是強化國有股的流通性，讓市場評判國有股的持股效率，以實現各種股權的流通重組。

目前大部份上市公司處於發展期，需要不斷擴股增資，國有股持股公司，國有股東在每一次增股中往往放棄或轉讓其認股權，致使國有股的比例被動地逐漸下降；國有股在公司化過程中按面值以一比一進入股本，而股份公司在對外發行時一般以溢價發行方式為之（其法源基礎為公司法第 130 條），致使股權不平等，因而在股利分配時要求國有股不得分配股利，進而造成同股不同利的現象¹¹。這嚴重地影響大陸公司制度的正常發展。

對於國有資產的管理應該放棄由實務型態的管理轉為價值型態的管理，國有

⁹ 參見國家國有資產管理局、國家體改委在 1994 年 11 月 3 日所發布的《股份有限公司國有股權管理暫行辦法》第 29 條中規定，國家股權轉讓應符合以下規定：（1）轉讓國家股應以調整投資結構為主要目的；（2）轉讓國家股權須遵從國家有關轉讓國家股的規定，由國家股持股單位提出申請，說明轉讓目的、轉讓收入的投向、轉讓數額、轉讓對象、轉讓方式和條件、轉讓定價、轉讓時間以及其他具體安排；（3）轉讓國家股權的申請報國家國有資產管理局和省級人民政府國有資產管理部門審批；向境外轉讓國有股權的報國家國有資產管理局審批；國家股轉讓數額較大，涉及絕對控股權及相對控股權變動的，須經國家國有資產管理局會同國家體改委及有關部門審批；（4）非國有資產管理部門持股的股東單位轉讓國家股後，須向國有資產管理部門報告轉讓收入的金額、轉讓收入的使用計劃及實施結果。

¹⁰ 孔祥俊著，民商法新問題與判解研究，人民法院出版社，1997 年 2 月 2 刷，頁 308。

¹¹ 參閱馬俊駒，大陸國有企業股份制改造與股份有限公司，政法論壇 1994 年第 1 期，頁 63-64。
倪吉祥，國有股運作若干理論與政策問題的探索，經濟研究 1993 年第 8 期，頁 33。

股的設置已經體現此一精神所在，永遠有國有企業，但是沒有永遠不變的國有企業。在國有企業轉為公司制度時，也必須改變對國有股的封閉式經營，以形成國有股資產合理流動的機制。

貳、國有股試行優先股的可能性探討

自西方國家公司制度的誕生約 300 多年來，其運作已經超越國界和社會制度成為一種公認有效的企業制度。按現代公司制度改造現有國有企業也已被確立為大陸建立現代企業制度、增強國有企業活力的根本途徑。作為一種企業責任、權利與利潤界限相當清晰的制度設計，公司制度的最大優越性在於清晰地界定了產權和實現經營權與所有權的分離，可以有效地克服大陸舊體制下公有產權虛置和政企不分等諸多弊端。

但是實行公司制度並不意味著就必然是導出經營權與所有權的分離的結論。由於股份公司中的最高權力機關是股東大會，股東可以根據自己所擁有的股權享有相應的表決權或是推舉董事的權利，從而通過股東大會決定公司的重要經營決策權與人事任命權。即使在西方國家仍不乏公司的大股東將經營管理出色的高層管理人員排出公司的事例，而在大陸，由於國有企業在公司化改造後國有股一般佔控股或主導的地位，具體代表國有股行使表決權的依然是各級政府機構，企業發展的長遠規劃決定權與高層經理人的任命權仍然掌握在政府手中，在此情形下政企分離不過是另一種困惑中的神話。

隨著現代股份公司規模的擴大，股權的分散，每一股票持有者所擁有的表決權變得相當有限時，股份公司的經營者才能變成一種受託的、具有永久的資產聚集特權的無拘無束的管理者。可見股權分散是保障所有權與經營權相分離的重要基礎。目前大陸在公司化的過程中，大量的國有股尚不能通過交易流通來實現股權的分散，而且在考量到國有股上市流通後對證券市場造成的震盪與國有股交

易主體的缺位，國有股通過交易流通實現股權分散的可能性不大。在這種情況下，將國有股改為優先股應是一個保障兩權分離的有效選擇。

一、優先股的法律形態

就優先股而言，係為特別股之一種，特別股股東為有異於普通股者，凡較普通股享有優先權益，亦即股權實質內容有優於普通股者，或較普通股股東處於有利之待遇者為優先股。其表現如公司分派股息紅利較普通股為優；分派剩餘財產時較普通股為優；對於特定事項行使表決權時較普通股為優¹²；或有特別權利義務者之其他事項等是。特別股之發行在性質上有違股東平等一律的原則，就股份公司在特定情況下，為期迅速達成招募股份之目的，確有發行特別股的必要。

英國現行公司法中亦承認無表決權股（non-voting shares），凡累積的優先股（cumulative preferential dividend shares），均無表決權¹³。這種優先股無表決權似宜倡導相當規模的股份有限公司積極採行，於其公司章程上訂定無表決權股在股份上總額所佔的比例及其優先享有股息或紅利的標準。持有普通股者有表決權，得參加股東大會並表決，而持優先股者則不可參加表決。前者為企業股東，後者為投資股東，各有其權利義務。基於此，得出席股東大會的股東，僅佔股東中的一部份，人數銳減，召集自較容易。一般而言企業股東均有參與公司經營之意願，在國有企業轉換為股份有限公司時，國有股的比重佔大多數的情形下，若

¹² 特別股股東在行使表決權之順序得優於普通股或是劣後於普通股。同時特別股股東在行使表決權時得加以限制（如普通股一股有一表決權，而特別股一股之表決權則可定為普通股一股之表決權打九折），亦得加以剝奪，使之無表決權。

從公司法理言，特別股中無表決權的發行，可便利於公司籌募資金。在股東的形態中有企業股東、投資股東、投機股東三者之分。投資股東取得股票目的在於投入資本賺取股息紅利等，故其所關心者為股息紅利之多寡，對於股東表決權之有無並不在意，公司法賦予公司在股息紅利或其他權利上，有高度定額或定率之優先股份，即更滿足此類股東之希望，而無庸給於表決權，以使公司經營可趨於簡易，此乃股份公司特色之一，即「企業所有與企業經營之分離」之典型表現。參照台灣《立法院公報》之說明，第 68 卷第 87 期，頁 46-47。

¹³ 武市春男著，《イギリス會社法》，國元書房，1961 年，頁 237。

能採行國有股轉和為優先股此一方式，則對投資者將更有吸引力，更足以健全公司組織結構，保障少數股東之權益。

二、公司化改造中優先股設置的考量

在公司化中對國有股為優先股的設置考量有以下幾點優點：

（一）國有股改為優先股，股份有限公司擁有表決權的股東絕對數將可減少，表決權的相對分散可以有效防止擁有大量股份從而表決權過多的國有股代表對公司事物的過多干涉與操縱，使企業得能獲得經營自主權；同時政府從自己無力顧及的企業經營決策中脫離，專心於產業政策與宏觀經濟的調整，有利於實現政府職能的轉換與政企分離。當然，對於一些關係國計民生的產業，國有股可以部份轉換成優先股，部分保留適當的普通股，使其在公司中發揮一定的影響作用。

（二）國有股改為優先股，按固定的股息率每年獲得穩定的收入，降低了國家投資的風險。而且優先股一般均有否決權，當股東大會的決議影響到優先股的權益時，優先股股東可以行使否決權的權力。這樣能有效地保證國有資產的增值，防止國有資產的流失，這是一個較具有風險的控制機制模式。

（三）在現行《公司法》中對於發行優先股並無條文直接規定，但是在第135條中卻留有一個空白規定「國務院可以對公司法發行本法規定的股票以外的其他種類股票，另行做出規定」。這使優先股的發行得有一個法律的彈性空間依據。

第三節 國有股的減低持股的可行性

國有股的流通本身一直為大陸股票市場發展與國有企業改制聯繫在一起的。國有在進行流通上，必需考量的問題，包括：一是確認國有股的買方；二是

國有股的流通方式、買方投資國有股的資金來源；三是允許購買國有股的數量限制；四是允許流通的國有股以及國有股出售的最高限制；五是國有股初次流通的作價方式；六是國有股轉讓方式（拍賣、招標或其他方式）；七是國有股轉讓所得現金的處理辦法¹⁴。

壹、國有股減持的法律規範

凡是涉及大規模國有資產的處置，大都有相關法令作為依據。發出國有股減持的相關法令依據，也並非出現在 2001 年 6 月由國務院發布的《減持國有股籌集社會保障資金管理暫行辦法》。關於國有股管理和轉讓辦法，現行主要有一九九四年三月，由國有資產管理局發布的《股份制試點企業國有股權管理的實施意見》和一九九四年十一月、一九九七年三月先後由國有資產管理局和國家體改委聯合發布的《股份有限公司國有股權管理暫行辦法》、《股份有限公司國有股股東行使股權行為規範意見》。

然而這些法規自發布以來，整體證券市場發展情勢以及國有股股權的行使和轉讓面臨更多新課題，而顯得有點過時，例如《股份有限公司國有股股東行使股權行為規範意見》要求國有股權轉讓收入必須用於國有資本的再投入¹⁵，而現行很大一部份主要用於社會保障。而礙於當時之情勢，這些法規對於大規模的國有股減持也不可能做出切實可行的規定，致使充斥許多的空白授權條款的規定。而一九九八年因國務院機構改革，國有資產管理局併入財政部，對於國有股權轉讓的方式也未發布新的辦法，而且這些法規屬於「行政法規」層次其權威性亦存在問題。

貳、國有股減持直接目的在於籌集社會保障資金？

¹⁴ 田素華，國有股權出售的國際比較，經濟理論與經濟管理 2001 年第 1 期，第 51 頁。

¹⁵ 參見《股份有限公司國有股股東行使股權行為規範意見》第 16 條。

中國共產黨第十五屆四中全會提出「要通過變現一部份國有資產來充實社會保障資金」而上市公司國有股在大陸龐大的國有資產總額中僅佔很小的一部份，顯然將國有股減持作為籌措社會保障資金的方式，充其量它指示一個次要方式之一。或者說，籌集社會保障資金只是國有股減持的次要目標。大陸設立的全國社會保障資金基本上已經足夠平衡社會保障資金的需求，每年需補充的現金量並不大，以通過證券市場減持套現來籌集基金並非當務之急。

對於上市公司中國有股減持的直接目標主要有以下幾點¹⁶：

一、優化上市公司股權結構，明晰產權關係，完善公司法人治理，朝向真正的現代化企業制度。大陸將國有企業改制為上市公司，除了係為其開拓募集資金的渠道之外，更重要地在於讓其成為真正的市場主體。而國有股比重過高，股權集中，不利於投資主體的多元化和形成多元產權主體的制衡機制。在國家股東控股甚至絕對控股的現狀下，而現行大陸《公司法》的相關規範又不能有效保護少數股東的情境下，對於公司治理的運作也形成極大的運作困境。

二、規範發展證券市場，使之成為經濟發展的櫥窗，充分發揮其在資源配置上的作用。一個成熟的股票集中市場應能作為反應經濟發展的晴雨表，而現行大陸上市公司中不流通的國有股占絕大的比重，這樣的股市很難反應經濟發展的情況。儘管法律並未禁止國有股流通，國有股也透過許多方式進行轉換為流通股，諸如國有股轉讓、國有股上市流通、國有股變現和國有股退出等等。然隨著新的國有企業改制為上市公司，國有股的數量還是處於增加的狀態，這樣將會加劇市場的投機性，使之成為一個扭曲的市場。

三、合理調整大陸產業領域之佈局。這應是國有股減持的帶有戰略意義所在。國有股減持的實質在於減少國家掌握資本的數量，限縮國有經濟的比重，

¹⁶ 汪異明，國以股減持的理性思考，中國工業經濟，2001年第4期，第17頁。

將國有資本撤出本來不應該涉入的領域，而讓有競爭優勢的民間資本進入證券市場。

四、減持國有股充實社保基金的基本思路

減持國有股補充社保基金有兩個基本思路：一是國家一次性劃撥一部分國有資本給社保基金，由社保基金視資金需求及市場情況逐年減持變現。二是由財正部門為主根據社保資金需求及市場情況逐步實施國有股減持，減持資金按規定比例陸續充實社保基金。思路一的優點在於社保基金的近期缺口得到一次性補足，由社保基金這樣的非行政部門操作國有股減持變現，按照市場規則運營。缺點是將大量國有股一次劃撥給社保基金工作量大，大陸上市公司 1000 餘家，國有股東至少有數千家，而國有股（包括國家股和國有法人股）股東類型比較複雜，分別是各級政府部門、企業集團公司、國有投資公司等，劃撥過程存在中央和地方政府之間的體制障礙，短期內完成有難度。思路二的優點在於政府部門直接操作國有股減持變現過程，有利於克服國有股東類型多、產權隸屬關係複雜的體制障礙。缺點是政府直接操作減持工作需花費大量時間和精力，決策過程遲緩，需要承擔一定的市場風險，且有行政干預證券市場之嫌等¹⁷。

參、減持國有股與完善公司治理結構

一、股權結構是公司治理結構的基礎

公司治理結構是用以處理不同利益相關者即股東、貸款人、管理人員和員工之間關係，以實現公司經濟目標的一套制度安排。其核心是要處理作為委託人的公司股東與作為代理人的高層管理人員之間的關係問題。公司治理結構及其一整套的作用機制，在上市公司這種公開型企業中可以說表現得最為典型。雖然這種

¹⁷ 長江證券國有股減持課題組，國有股減持的目標分析，中國工業經濟，2001 年第 7 期，第 75 頁。

類型的公司因所有權和控制權相分離而產生了委托—代理問題，一般的公司治理理論總還是假定，市場機制和相應的制度安排會迫使經理人員不致背離公司股東價值最大化這一行爲目標過遠。這些機制要解決的最核心問題，是出資人或股東如何激勵和約束經理人員，使其盡可能地努力經營以實現股東價值的最大化。

大陸國有股股權的這種過度集中程度會影響到公司的代理權和控制權結構，從而影響公司的治理結構和績效。較高的管理者股權結構和大股東股權結構有利於績效的提高。但是，一旦這種股權結構比例超出了一定的點，持股較大的所有者（包括管理者）獲得了幾乎完全的控制權，則他們可能會偏向於利用企業來滿足自身的而非其他股東的利益。這樣，過高的股權集中度就像股權的過分分散一樣，也存在著運作的成本¹⁸。畢竟，過高的國有股比例不利於公司治理和績效的提高。一般而言，與股權高度集中和股權高度分散的結構相比，有一定的股權集中度和相對控股的股東，並且有其他大股東存在的股權結構，有利於公司治理機制作用的發揮，因而公司的績效也趨於最佳。從股權結構與企業績效關係的角度對大陸上市公司所進行的實驗分析進一步證實了上述判斷，其基本結論是，法人股比例變量與淨資產收益率排名具有強烈的正相關作用，而國家股比例變量則表現出不顯著的負相關作用。

二、上市公司治理結構存在的問題

大陸上市公司股權結構與治理結構存在的主要問題之一，是國有股比重過大和流通股比重過小，而且在流通股中個人投資者占多數，機構投資者比重只有10%，流通股十分分散。而在股份制度成熟的證券市場上，機構投資者占據市場的主導地位，如美國機構投資者已持有50%以上的上市股票，日本的機構投資者也占據主導的地位。

¹⁸ 長江證券國有股減持課題組，前揭文，第79頁。

股權結構不合理是造成上市公司治理結構缺陷的一個重要根源。大陸上市公司董事會成員來自於前三位大股東的人數比例在 70% 左右，而獨立董事的比例只占 0.3%。大股東不僅左右股東大會決議，而且通過選舉“自己人”來控制企業經營。中小股東在公司治理中的作用十分有限，他們“用手投票”微不足道，只“用腳投票”。這種國有股獨大的狀況還造成大陸多數上市公司仍在習慣於按原有的國有企業體制運行，加上國有股高度集中在地方政府或政府行業主管部門手中，政企分開也沒有完全做到，董事會決策並不能真正按照市場經濟原則的要求維護出資人利益，結果是包括國有股東在內的全體出資人的利益受損，上市公司自身的長遠發展亦受到威脅，一些公司上市後幾年內很快淪落到下市和破產的邊緣。

股權結構不合理還抑制了股份期權制度的激勵及約束作用。這種與一般市場經濟運行規律相背離的怪異現象的發生，原因是多方面的，但其中最根本的原因之一在於股權結構的不合理，因為國有股權的過大比重和不能流通，從根本上影響了作為公司治理結構有機組成部分的幾大市場機制的發育，由此影響了對公司經營業績的客觀評價和股票期權等激勵手段的有效使用，也影響了公司董事會及時有效地去行使提升和解聘等激勵與約束方面的手段。

三、國有股減持將為完善上市公司治理結構設制度條件

第一，國有股減持有利於培養機構投資者，形成公司治理結構中的積極力量。從美國等國家的歷史經驗來看，機構投資者在公司治理中的作用經歷了一個從弱到強、從消極到積極的轉變過程。在大陸，國有股減持是培養機構投資者的一個極好的機會，它將使社保基金等機構投資者成為大陸證券市場上的主力軍。

第二，減持國有股還要考慮增加經理層持股，以形成強有力的激勵機制。在發達市場經濟國家的現代公司裡，對經理人員的報酬激勵也是多種多樣的，除薪

金、獎金之外，還有股權、股票期權等形式。但大陸，1997 年底在上海和深圳上市並發布了 1997 年度報告的所有 A 股上市公司，其高層管理人員平均持股比例僅為 0.0488%。因此，在國有股減持過程中要通過建立股票期權制度，把經營者收入與經營業績結合來，提高公司經營業績的積極性。

第三，從公司治理結構看國有股減持，應該是解決存量與控制增量相結合。抑制新上市公司中國有股數量繼續增加，是順利解決國有股問題的前提。如國有股數量按目前速度繼續增加，則解決國有股和其非流通股問題的難度會越來越大。解決存量問題要注意國家股和國有法人股減持比例的協調，在減持對象上，應以國家股優先於國有法人股的原則進行，相對提高國有法人股的比例，促進法人股東的積極性。

第五章 企業法人股

第一節 企業法人股的定義

法人股（domestics legal person's shares），是大陸在股份制改造中存在的一種特殊股份，它是指由現有公有制企業改組為股份制企業時，將其資產折合屬於該股份制企業自己持有的股份¹。這個概念以法令形成確認，首先出現在一九九二年五月十五日，由當時大陸國家體制改革委員會等單位聯合發布的《股份制企業試點辦法》，主要特徵在於對投資主體的劃分。在大陸推動股份制時，企業間的參股、持股是股份制試點工作的目標之一，藉以達成公司組成成員多元化，法人股的設置正是達成這一目標的主要途徑。法人股是以企業自有資金作為投入的主要依據，而這裡所謂的「企業自有資金」是指在企業改革中出現的，由稅後留利完成上繳基數後留給企業的股份資金²。

一九九四年三月十一日，國有資產管理局所發布的《股份制試點企業國有股權管理的實施意見》中對於法人股作了法律上的定義：「法人股」是指具有法人資格的企業以其依法佔用的法人資產向獨立於自己的股份制企業出資形成或依法定程序取得的股份。即法人擁有的股份，簡稱「法人股」。國家直接投資設立的國有企業以其依法佔用的法人資產向獨立於自己的股份制企業出資形成或依

¹ 崔勤之，企業法人股的持有與轉讓，法學研究 1994 年第 4 期，頁 17。

² 法人股資金的來源就其背景原因在於，國有企業改革雖以放權讓利開始，但讓利並非國家的恩賜，而是經營主體在履行國家經營責任和義務後所得的酬勞，是企業作為一個整體共同創造的財產。即使原投資都是國家，但這一部份資金是在國家作了各種扣除之後的餘額，或者說是企業向國家履行了雙重任務（一重是企業向國家作為社會管理者身份交納的稅金，一重是企業向國家做為財產所有者身份繳納的資產使用費）後應得的利益。另一方面，不少新設立的企業是利用銀行借款或自籌資金進行經營的，除償還借款外，扣除國家稅收理所當然地應歸企業所有。這些都是在股份制中企業法人股資金的來源與構成。參閱楊春堂，中國企業股份制若干問題探索，經濟研究 1989 年第 6 期，頁 74。

法定程序取得的股份是「法人股」，股權歸該國有企業擁有。就這類法人股的持股單位係國有性質而言，亦可進一步將其稱為「國有法人股」。

法人股以投資主體的身份為標準作劃分，主要可分為以下四種：（一）國有企業法人股，是指全民所有制企業以國家授予其自主經營的國有資產，向獨立於自己的公司投資形成的股份³。（二）集體企業法人股，通常是集體企業以其所有的資產投入公司形成的資產。（三）混合所有制企業法人股，是指不同所有制的企業之間或企業事業單位之間聯營，組成新的具有法人資格的企業，以其所有的資產投入公司所形成的股份。（四）股份制企業法人股，是指股份有限公司或有限責任公司，以不超過 50%的本公司的淨資產向獨立於自己的公司投入所形成的資產⁴。

第二節 企業法人股的衍生背景

企業法人股的存在，如果以大陸境外人士的觀點而言，套用大陸的慣用說法，就是特殊中國情境下的產物，或是可以一句「具有中國特色」作為概括。但究其衍生的脈絡，還是可以清楚地找到其背景情境。

儘管股份制企業試點工作，一九八四年十二屆三中全會之後已經取得共識，但是一直到一九九二年五月《股份制企業試點辦法》的發布，全面性展開並有一明確法源基礎規章才得到確認。這使得股份制企業的試點工作在很長一段時間處於無章可循的狀態，這也是造成大陸企業法人股的發展難以形成規範運作的原因之一。不過從以下的幾個有關法規中，也多少可以瞭解到大陸對法人股嘗試加以管理的作法。一九七九年七月，國有企業改革之初，為擴大企業的財產權，加強企業經濟責任，國家對企業逐步實行利潤留成辦法。國務院發布《關於國營企業

³ 參見《股份制試點企業國有股權管理的實施意見》第 3 條。

⁴ 參見國務院轉批國家體改委《關於在治理整頓中深化企業改革的意見》（1990 年 5 月）。

實行利潤留成的規定》，在該規定第四條「企業對提取的利潤留成資金和主管部門對統籌使用的利潤留成資金，有權自行使用。」一九八八年二月，國有企業的改革在往承包制的模式作為改革方向之際，國務院發布《全民所有制企業承包經營責任制暫行條例》以為適用。該《暫行條例》第三十四條第一項「實行承包制經營責任制的企業，試行資金分帳制度，劃分國家資金和企業資金，分別列帳。」正是在承包經營的機制中存在企業資金，導致了在股份制試點企業工作規章發布前，不少國有企業改組為股份制企業時，企業資金折合成企業成為企業股⁵。

在大陸九〇年代初期進行股份制企業試點的當時，一方面由於大部份股份制企業是由國有企業改組而成；一方面由於要積極試行企業間相互參股、持股的股份制⁶。因此，企業法人股在當時成為一種重要的股權形式。而這種制度的設計就公司法理而言將造成公司本身彼此持有他方股票。公司法人之間相互持股容易造成資本虛增、董監事利用法人持股以控制公司股東會、經營不公開等弊端⁷。

一九九三年頒布的《公司法》已經否定了企業法人股的設置，而且對公司持有本公司股票做出嚴格的規定，即「公司不得收購本公司的股票，但為減少公司資本而註銷股份或者與持有本公司股票的其他公司合併時除外。公司依照前款規定收購本公司股票後，必須在十日內註銷該部份股票。」（大陸公司法第一百四十九條）公司法施行之後，股份有限公司股份不再劃分為國家股、法人股、個人股、外資股。公司法第一百三十三條規定「公司向發起人、國家授權投資機構、法人發行的股票，應為記名股票，並應當記載該發起人、機構或者法人的名稱，不得另立戶名或者以代表人姓名記名。」按其規定，股份有限公司中公有性質的資產轉成的股份，應當登記在機構或法人的名下，不得記為個人股。可以看出大

⁵ 崔勤之，企業法人股的持有與轉讓，法學研究 1993 年第 4 期，第 18 頁。

⁶ 參閱大陸國家體改委，在治理整頓中深化企業改革強化企業管理的意見，國務院公報 1990 年第 11 號，頁 410。

⁷ 王文杰，公司轉投資限制之探討，現代法學 1996 年第 1 期，頁 15。

陸公司法已經改變過去股份制《股份有限公司規範意見》中按照股東身份作為劃分股份類別的作法，而是按照股份本身的特點（包括其應享有的權利和義務）來劃分股份類別。

以國有資產單一性為特徵的國有企業，在經濟體制改革之後面臨著極大的挑戰與衝擊。當一九九三年之後大陸嘗試借鑑西方公司制度使它復生。然而從實際的經驗顯示，只要純粹保留國有資產的結構形式，仍舊無法克服政企不分、活力疲弱的痼疾。於是在倡議和試行股份制之始便提出設置企業法人股的議題。這些方案的設計很大部分便會涉及到產權的問題。在傳統的框架內，國有資產在國有企業中總得看來是處於靜態，聽任其在低效率中使用，甚至於長期閒置，國有資產在這種無效率的財產制度下的虛耗所造成的實際損失，也許比現在的國有資產流失更令人怵目驚心。這種重視實物財產，忽略價值型態財產的觀念和作法與高度集中管理的計劃經濟體制下所形成的封閉性經濟是相適應的⁸。

「企業法人股」做為大陸近年來部份國有企業公司制改造中的一項「發明」，在國際上規範的公司制企業的股權結構中是少有先例的。在股份制中試圖通過確立企業所有權或設立「企業法人股」來賦予企業以獨立性，顯然是走了岐路，已為實際操作中所否定，因為它破壞了公司制企業股份淨資產需清楚且完全為各個股東所有的原則，產生了一類借用企業法人股名義而設立的企業內部集體股。這類內部集體股，由於是正式投資者之外的企業內部員工和經理人所共同擁有。

企業法人股的設立雖然有利於從股權結構方面增強國有企業經營自主權和經理管理決策權，並有利於增強國有企業抵制政府直接干預的能力。除此之外，國有企業保值增值過程中，國有原始投資資本固然做出貢獻，但企業員工的勞動貢獻也功不可沒，乃促成本企業法人股設立受到支持的另一個原因。儘管大陸公司制度中並不一定必須完全依照一般國家的模式而制訂運行，相反的可以依照個

⁸ 高晉康，公司法人所有權與國有資產所有權，中國工業經濟研究，1995 年第 12 期，第 55 頁。

別國家或地區的特殊經濟背景環境去設計，但是這種個別特殊的設計必須是有助於其發展需要同時要兼顧能與市場經濟的法律結構相結合。否則僅是徒生窒礙難行的法制障礙。由於國有資產的流失一直是企業改革過程中的一個關注的問題，若是直接從已增值的國有資產中劃出一部份資產作為包括經理人員在內的企業員工的個人股份，上述要求便成為以企業或集體名義向國有資產間接索取的形式⁹。

企業法人股的設計，從一開始就孕育著與國有股爭奪國有資產、干擾國有資產管理的有效進行的風險。因為向國有資產合理索取股份資產與向國有資產過度索取股份資產之間並不存在絕對而明顯的界限。而且，出於個人利益和小集體利益的驅使，大多數國有企業員工都會有意無意地在企業公司制改造中支持設立本企業法人股。因此，大陸近年來國有企業，特別是國有中小型企業公司制改造中，企業法人股公開或隱蔽的設立成為一些國有企業在改制中對國有產權進行不公正的界定，並造成國有資產流失現象的一個重要成因。由於企業法人股的產權不夠清晰，這類企業法人股實際上缺乏一個真正的行為主體。在這樣的格局下，公司治理機構會因為其中一部份股權缺乏真正的行為主體而產生漏洞。

從短期看來本「企業法人股」具有一些有助於增強國有企業經營自主權、擴大企業經理管理決策權的便利之處，但從公司法理發展的長遠角度看來卻潛伏著產權界定不清的障礙，難以形成比較完善的公司治理結構。而這些國有企業中所設置的法人股基本上都是在股份制改造的企業，依大陸《公司法》第二百二十九條與國務院《關於原有有限責任公司和股份有限公司依照中華人民共和國公司法進行規範的通知》的規定將進行股份結構的調整而改制成符合公司法所規定條件。至於這些本企業法人股的調整將其轉化為國有股、公積金和個人股應是一個可行的方向。

⁹ 張谷，國有企業公司制改造不宜設立本企業法人股，中國工業經濟研究 1995 年第 9 期，頁 71。

大陸對銀行和其他金融機構在非金融機構企業的限制促使了對建立一個有效的證券市場提出了迫切的要求。然而，股票市場的發展在某種程度上被人為的限制了。國有股和企業法人股無法在證券市場進行交易而造成發行在外的股票的難兌現性和對敵意性兼併市場的限制，不僅提高了公司融資的代價也對降低代理成本形成了障礙。雖然名義上國有股和國有法人股是可以轉讓給其他法人、自然人及境內外的外商投資者，但是實際上這種轉讓是不可能在證券市場上順利地進行的，因為這些股份的轉讓必須經過審批手續（股票發行與交易管理暫行條例第36條）。

第三節 國有股與法人股之間的差異

法人股除了與國有股有著不流通的共通性外，法人股還有著不同於國有股的基本特點¹⁰：第一，法人股具有一定的社會性質，亦即法人股發行的對象不侷限於改制的企業本身，它是向其他法人募集，從而打破像國有股股權設置僅侷限於改制企業本身。從這一點看，法人股有點類似社會公眾股的特點。第二，從價格上看，法人股採取溢價發行，儘管它的溢價水平與公眾股相比要低的多，也有類似於公眾股的特點。由於國有股與法人股都具有公股的色彩與屬性，二者之間的差異性仍有必要加以作實質上的區分。

國有股，是指有權代表國家投資的政府部門或機構以國有資產投入公司所形成的股份。國有股由國務院授權的部門或機構所持有，並委派股權代表。法人股，是指企業法人以其依法可以支配的財產投入公司所形成的股份，或具有法人資格的事業單位和社會團體以國家允許用於經營的財產向公司投資形成的股份。法人作為公司股東時，應由法定代表人或其代理人代表行使其權利¹¹。由於不同類刑

¹⁰ 汪良忠著，探詢證券市場的理性，經濟科學出版社，2002年7月，第168頁。

¹¹ 參見國家體制改革委員會，《股份有限公司規範意見》，第24條與第40條。

法人的差別較大，法人出資的情況也比較複雜，若僅按投資主體為標準區分為國有股和法人股，並不能說明股份的實質情況。本文嘗試由以下幾點進一步說明兩者間的差異：

第一種是規範的公司法人以公司財產投資形成的法人股份。公司財產屬於法人所有，而不論其公司財產是否為國家所投資，國家對公司的財產不享有所有權。公司以其所有的財產為對價取得的股份，是典型屬於法人所擁有的股份，這不屬於國有股份。

第二種是國有企業法人以企業財產投資形成的法人股份。國有企業的財產屬於全民所有，即國家所有，國務院代表國家行使企業財產的所有權。國有企業對國家授予與經營的財產只享有經營權。但是，企業將其經營管理的財產投資入股後，該財產的所有權就已經轉移到接受投資的公司，國家對該財產不再享有所有權。亦即企業根據其經營權，其係以國家所有權換來的企業法人股份和股權，而非以經營權所換來的。因為接受投資的公司不可能只受讓該財產的經營權就給予國有企業以公司的股權。這不僅不對等，而且還會造成公司法人對其財產不享有所有權，國家對公司法人財產卻享有所有權、可以任意支配公司財產的現象，這有損於公司法人的獨立地位。因此，既然這樣的企業法人股份是用國家所有的財產換來的，法人股份也就應當很自然地屬於國有股份。國家是這些股份所生收益股息、紅利的所有者。但是，這種國有股又不能與上述「國有股」同樣看待，它畢竟法人持有的。以公司股東身份出現並具體行使股權的不是有權代表國家投資的政府部門或機構，而是企業法人。

第三種是國家全部投資設立的事業單位法人和社會團體法人，如學校、協會等，以法人財產出資形成的法人股份。這些法人中的財產，所有權屬於國家。其以國家所有的財產出資形成的股份，雖然叫法人股，但仍屬於國有股。國有事業單位、社會團體法人，作為持股人，以股東身份行使股權；仍須依法接受國家意

志的制約。與上述國有企業法人股份一樣，如果完全由法人單位支配、處置，就很容易為國有資產流失留下缺口。當然，這一問題主要應當由國有資產管理法等行政法律、法規來解決。

鑒於國有股份表現為國家股和國有法人股是兩種不同的表現形態，在建立和完善國有股權行使機制時，也應當針對不同情況分別作出安排。

關於法人股及其流通的爭論並未完結，一九九四年七月一日施行的《公司法》中取消了「法人股」這一概念，其用意在於與國際規範靠攏，但儘管取消法人股的規範，股份有限公司（尤其是國有企業轉制而成的股份有限公司）中法人股的問題並沒有因此而解決。但就體制上，外國公司法上沒有法人股這種具有「中國特色」的設置，其原因在於建立在私有制和自由流通市場機制的基礎上。大陸的立法者急於向西方公司法的規範接軌，而刻意忽略體制上所具體存在的事實，使大陸證券市場陷入兩個盲點：一為在大陸改革的主體思想上，代表公有制的國有股和法人股與流通股之間在現階段不能自由轉讓，因為政策上與理論上都有私有化與公有資產流失的困境；二為規範的市場經濟規律和深滬股市的供求關係決定了國有股和法人股不能迅速與流通股並股流通，否則會給大陸證券市場嚴重的打擊¹²。

¹² 劉紀鵬，法人股的困惑與思考，改革 1996 年第 2 期，頁 65。

第六章 職工股

第一節 職工股的法源與政策回顧

儘管本文討論的議題鎖定於上市公司股份之上，但上市公司股份結構中存在職工股，加諸職工股的衍生，並非一夕之間塑造，有其歷史背景的脈流，基於此，有必要回顧與檢視歷年大陸在企業體制改革中，對於職工股衍生的與其走向有其必要性。

與西方國家股份有限公司的產生過程不同的是，大陸股份有限公司及其職工股份制度的產生，有著其獨特的背景和發展歷程。大陸股份有限公司的建立，是從對計劃經濟體制下的全民所有制和集體所有制企業中改制開始的。

由上述大陸職工股的發展歷程，可以得知，職工股的衍生並不存在一個完整的法律論述。由於發展時間不長，並不成熟，還需要進行各方面的探索。

真正意義上的職工股，還是在一九九二年五月十五日，大陸國家經濟體制改革委員會（以下簡稱體改委）所發布的《股份有限公司規範意見》，相較具有法律意義上的規範。

就職工股的內容而言，基本上依其發行型態分為兩類：一為公司職工股，一為內部職工股。

公司職工股，其主要的法令依據係為一九九三年四月二十二日，由大陸國務院所發布的《股票發行與交易暫行條例》。在該條例第八條第五款中規定「向社會公眾發行的部份不少於公司擬發行的股本總額的 25%，其中公司職工股認購的股本總額不得超過擬向社會公眾發行的股本總額的 10%。」據此，公司職工股是公開發行股票時對公司職工的配售，其僅發生在公開發行股票階段。

內部職工股，是在股份制試點初期，由定向募集公司向企業內部職工募集的股份。其相關法令依據係為大陸體改委於一九九二年所發布的《股份有限公司規範意見》，在該規範意見第二十四條第三款中，允許股份有限公司不向社會公眾募集，而僅對法人和企業內部職工募集股份，此類公司稱之為「定向募集公司」。內部職工所持有的定向募集公司所發行股份稱為內部職工股。然現行大陸《公司法》對於內部職工股並未做出特別規定，致使內部職工股在法律上定位不明。

一九九三年七月，為規範定向募集股份有限公司內部職工持股，保證股份制試點工作的發展，大陸體改委進一步發布《定向募集股份有限公司內部職工持股管理規定》和《關於清理定向募集股份有限公司內部職工持股不規範作法的通知》，內部職工股是大陸在股份制試點初期股份有限公司募集股份的一種方式，發生在定向募集公司這種特殊股份有限公司成立之際。

第二節 職工股的設計考量

大陸國有企業主要弊端是企業不存在獨立的決策權；企業不存在獨立的經營和發展目標；企業缺乏獨立的法人財產，這都是國有企業公司化中嘗試加以克服的地方，而在公司化改造中一個非關企業生產職能卻又是必須正視的一個問題便是企業職工的安排。在大陸針對國有企業的一系列改革中，廣大的企業職工似乎尚難意識到這樣一個市場取向的改革會對社會主義的既有的所有制基礎乃至於政治和文化結構產生什麼巨大的衝擊，它對於沒有充分準備的人在改革中失業，將造成多麼大的惆悵、迷茫和痛苦選擇。這是一個潛在的社會問題，同時是一個帶有很強的政治色彩，並關係著公司化改造是否能成就的重大因素之一。

大陸的市場經濟體制發展中其所面臨的問題，除了沒有先例外，在法律體系中法展的逐步性還有一個更重要的因素要思考的是，法律發展與整體社會發展水平是否相適應的考量，經濟發展的思路是否已經配套放開，如果社會的物質條

件還沒有達到一定的程度，經濟改革的思路未為解套¹，與此相關聯的特定社會需求則不可能提出，其相應的法律也不會出現。誠如美國學者弗理德曼(Lawrence M. Friedman)在分析美國的工業事故賠償法的發展過程中指出:只是在工業事故出現得越來越多時，當物質條件變化時，工業事故賠償法才被重視和通過。就此一問題而提出了「文化時差」的概念²。按照此一概念，文化的一部份會先於其他部份變化，而法律的變化總是慢於社會的其他部份。而今日國有企業在公司化改制的整體規劃中，儘管已有相關的法律與配套政策做出發，但這種改造似乎是以由上而下的方式進行，而非基於社會文化的變化已經成熟所致³。因此帶有一種法律（特別是立法）是推行有計劃的社會變革的工具傾向。而這其中所涉及到的職工問題便顯得有些值得探究與克服。

人口眾多的大陸，在企業用工政策上長期以來採取著「低工資、高就業」的辦法，這也是現今大陸國有企業經濟效益不高的一個重要原因。冗員過多，不僅提高了成本也降低了效益，而且嚴重地阻礙企業轉換機制，進入市場。國有企業承擔辦理社會的職能在這些時期中強化了職工對所在企業的高度依賴，這不但阻

¹ 自從 1978 年實行改革政策以來，大陸進入由傳統計畫經濟體制向市場經濟體制的轉型，這個根本性的轉變，從許多地方改變了大陸經濟結構和企業運行的環境，也對企業內部機制產生了巨大的衝擊，這是工持股的得以在大陸產生和確立地位的最根本原因。首先，在所有制理論上的突破為大陸股份經濟和員工持股的產生創造了前提條件。其次，在分配制度上改變了單一按勞分配原則的突破，強調按勞分配與按生產要素分配相結合，允許和鼓勵資本、技術等生產要素參與分配，為個人擁有資本收益提供了依據。

² Lawrence M. Friedman “Social Context of Legal change”, Law and the Behavioral Science, ed. by Friedman and Macaulay, 1969, PP.539-541.

³ 每個法律變化都是社會的獨特事件。社會力量、歷史和文化不斷對法律制度起作用，改變法律規則，或延緩、塑造或是緩和變化。每個法律變化都有其本身的生命史。但某些典型模式，即法律變化傾向於其所遵循的道路。參照 Lawrence M. Friedman, “Legal Rule and the Process of Social Change”, Stanford Law Review (1967), P786。

法律規則似乎不斷在變化。規則的制定者在立法機構或政府部門中工作，當他們接到要求時，他們就做出反應。而大陸的體制改革是由上而下的引導方向，立法機關或政策制定者的思路與總體的現實考量便顯得更為重要與審慎，否則便會出現更多的法律措施所導致的成本與後果。

礙了勞動力的正常流動，同時也使勞動力資源無法根據市場的需求而優化配置。當然，大陸的國有企業公司化改制中並不意味著就是對冗員的裁撤，但是在以公司形態出現後，考量企業經營成本的現實，如何分流這些公司化改滯後釋放出來的下崗職工將是一個極需審慎的因應。畢竟，對長久任職於國有企業的下崗職工，由於年齡與適應問題，重新自行就業頗不容易，因此輔導其安定再就業的重要性，並不亞於金錢的權益補償。

依照《企業轉換經營機制條例》第 45 條規定，政府所應建立的社會保險制度包括：建立和完善養老保險制度，實行基本養老保險、企業補充養老保險、職工個人儲蓄養老保險相結合的制度；職工的失業保險制度；醫療保險、工傷保險和生育保險等。這些社會保障體系的建立將是另一個令大陸費盡心思的工作，更關係著公司化進行的腳步。

社會主義有一套總體目的，即如何防止強者對弱者的剝削，實現收入、福利、地位和權利等方面的較大平等以及滿足基本需求等，而資源配置方式、交易方式或技術手段（這包括計劃調節抑或市場調節、數量信號抑或價格信號、政府決策抑或企業決策）則是實現社會主義目的的手段⁴。在邁向市場經濟的今日，國有企業朝向公司化改制亦為一個經濟體制改制的手段與目的，這個改制中必然遭受與既有思想的衝擊，如何以社會保障的體系來吸納這些衝擊更是在處理法律制度之外的一個考量與挑戰。

第三節 公司職工持股的探討

企業職工持股的做法在各國公司法中早有沿用。所謂企業職工持股，應以促使公司職工成為公司股東的制度為前提。職工持股制度在各國的推行，其執行方

⁴ 參見顏鵬飛，國外市場經濟理論研究的新動向——論市場社會主義思潮，該文收錄在胡代光主編，現代市場經濟的理論與實踐，商務印書館，1996 年 7 月，頁 180。

法與內容，或因各國立國政策與公司立法上的需要而有所不同，但下列所述其效用與精神均應受肯定：

（一）公司職工持股使股權分散，促使企業風險分散

公司職工持股在經濟上的效能，可以使公司營運的風險承擔者增加，降低非制度性的風險（non-institutional risk）。職工在入股後，得有機會當選董事、監事，成為公司經營者，因參加經營管理者的增加，經營基礎得而擴大，即使因經營失敗而導致公司倒閉，亦因承擔者眾而能降低個人不利的衝擊。如此，不但不改變公司經營者的基本體制，亦使企業實行民主的抵抗力最小，且使企業經營的成敗，不由少數投資者獨自承擔，進而達到分散風險的效能。

（二）改善企業財務結構，提高職工地位，穩定企業社會的存續與發展。

公司如僅有機器設備等資產實際上仍不能自行運作，而尚需要借重職工的勞務使能有效生產，從而應認為公司之資產及職工之勞務皆為生產要素之投入。職是之故，晚近各先進國家公司法乃至於勞工法的立法，乃本於其政經體制及文化背景的差異，已逐漸導入職工參與經營、分享利潤的觀念，藉由職工參與持股進而提昇公司的財務結構，並使職工提昇在公司中的法律地位，諸如勞資共同決定、勞資協議或職工持股等。

（三）使職工與公司融為一體

在一般國家公司法中，資本參加為參與企業經營的唯一途徑，經營權的歸屬建立在所有權的基礎之上，勞力為經營的客體。從公司營運本身考察，公司本身並非單純的財產集合，而是涉及資財與勞力的共同投入，合同經營保障資財所有者的財產權及勞力提供者的工作權與生存權，須並重而不廢。如何顧及公司內資財及勞力的充分配合，減少勞資對立，當為雙方所共同關心。公司職工持股的結

果，由經營客體變成經營的主體，主客合一，將雙方的利益予以適當的結合，形成利益共同體，藉以緩和及調節勞資雙方對立的局面，積極開創公司的遠景。

（四）匯集游資使股權加速分散，擴大企業的民主效能

在觀念上，職工分紅與職工入股原為兩回事；分紅可以改善職工生活，入股則可給於職工精神鼓勵，增加職工參與感與公司的成就感，促進工業民主，促進職工與公司雙方合作社會政策。在目前國民儲蓄率日漸攀升，民間游資充斥，在職工入股的施行將有匯集資金的功用，如此將使公司股權加速分散，以達到資本大眾化的目的。

此外，一般國家公司法中亦有促進職工福祉的分紅制度，但這不同於職工持股。英國經濟學家Alfred Marshall在 1938 年的《Principles of Economics》一書提出「勞資合作原理的應用與嘗試都表現在企業的新氣象，在利潤分配的辦法下，同意在企業所能獲得的在規定的最低數以上的任何利潤之一部份，被雇用的人格外願意多做對企業有利的事情」⁵。亦即雇主不應獨攬企業的全部利潤，利潤的一部份也應歸屬僱員。這種精神的發揚為一般公司理論中所謂的員工分紅制度⁶，亦可稱之為利潤分享制度（Profit sharing plan），即公司於每營業年度終了結算後，如有盈餘時，除去稅捐、公積金及其他依法應分配的項目，尚有餘額，成為紅利。於此紅利中提出一定的成數發給所屬全體員工，謂之分紅，如無盈餘則不得分紅。其作用在於：員工愈努力，生產越多；利潤分享可以促進員工增加特殊人力資本（specific human capital）的投資，降低其流動率；公司與員工的認同程度將會提高，員工缺勤率降低、員工與企業之間溝通較佳、雙方的合作率較

⁵ 參見馬歇爾著，經濟學原理（上卷），商務出版社，1994 年 6 月 5 刷，頁 317-318。

⁶ 從比較制度上觀察，員工分紅入股為肇始於 1824 年法國一廠主利苦黎所創行，並流傳到德國、英國、荷蘭、義大利及北歐諸國，在 19 世紀下半葉傳入美國，迄今在美國至少有 25 萬個企業實施此項制度，受益員工在千萬人以上，蔚為風潮。參照台灣行政院勞工委員會綜合規劃處編印，員工分紅制度研究，1988 年 4 月，頁 1。

大⁷。

以台灣為例，在台灣《公司法》中對於員工入股的制度規定於新股發行之際。對於一般公司其作法為：「公司法行新股時，除經目的事業中央主管機關專案核定者外，應保留原發行新股總額百分之十至百分之十五股份由員工承購」（台灣公司法第 267 條第 1 款），至於其如何分配給員工承購則由公司自行決定。對於公營事業而言，其作法為：「公營事業經該公營事業之主管機關專案核定者，得保留發行新股由員工承購，其保留股份不得超過發行新股總額百分之十」（台灣公司法第 267 條第 2 款）。至於保留員工股，因公司法規定賦於其優先認購之權利，不能離員工身份獨立轉讓，且限制在三年之內不得轉讓（台灣公司法第 267 條第 2 款）。按台灣公司法中有關保留股份由員工承購，係為落實分紅入股政策之具體作法，隨即轉讓，非但股權變動頻繁影響經營之安定，亦將使分紅入股促進勞資合作之目的落空⁸。

另外，台灣在《公營事業移轉民營條例》第 9 條規定，公營事業移轉民營出售股權時，保留一定額度之股份，供該事業之從業人員優惠優先購買。另依同條例施行細則第 17 條規定，從業人員優先認購，指不必經公開招募等申購程序而逕行認購，同時其股票認購價格應與公開承銷或協議之價格一致；且從業人員持有優先認股之股票在一定期間以上者，得依股票面額按一定比例增購。

上開之作法在台灣地區，一般公營事業員工認為現行優惠優先認購股份規定對員工幾乎毫無優惠可言，應以低於承銷價之價格讓員工認購才有優惠；且要求

⁷ 參見 Jones, Derek C., and Takao Kato, "The scope, Nature, and Effects of Employee Stock Ownership Plan in Japan," *Industrial and Labor Relations Review* 46:2 (Jan. 1993a) : 352-367. See also Estrin, Saul, and Sushi Wadhvani, "Profit-sharing" in David Sapsford and Afiris Tzannates (eds.), *Current issues in Labor Economics*, New York: St. Martin's Press (1989) : 227-258. 然而，嚴格說來，入股還是有二個不同於利潤分享的內容：（1）入股可以獲得股利，但股利並非基於利潤高低；（2）入股含有遲延給付的性質，利潤分享下的標的多適當其利潤。

⁸ 梁宇賢著，公司法論，三民書局，1991 年 12 月三修訂出版，頁 460-461。

長期持股優惠增購比例應較一般承購人為高，以吸引員工認股並長期持有，增加公司穩定經營。此外，建議公營事業於民營化釋股以前，對已經辦理優惠離退之人員，在公司民營化出售股票時應給於保留認股權利。

目前在這種作法上，台灣持傾向公營事業民營化辦理從業人員認股時，應考慮給從業人員優惠認購，認購額度以各該事業月平均薪給標準總額 45 倍之總金額換算全部從業人員之認購總股數，不受現行 24 倍之限制，辦事認購之總股數仍不得超過各該事業以發行股份總數的 35%。至於認購價格，除採現金增資方式外⁹，可以考慮按股票出售價格打九折給員工優惠認購，但須附帶規定持滿二年以上始可轉讓。民營化以前依照專案裁減要點辦理離退之人員應保留其認股權利，但僅限一次，即於達成移轉民營該次出售公股時，參照公司從業人員優惠優先認股規定，辦理一次認購。上開認股權益必要時修正民營化相關法規，且不溯及既往¹⁰。

第四節 職工股作法的評析

壹、職工股的運作弊與制度缺陷

關於內部職工持股的做法，大陸亦早有提出，大陸官方對此一做法直到《股份制企業試點辦法》（該辦法第五條）中才落實下來。在《公司法》施行之前¹¹

⁹ 依照我國《證券交易法》第 28 條之 1 第 4 項規定，「同次發行由公司員工承購或原有股東認購之價格，應與向外公開發行之價格相同」。

¹⁰ 參見台灣經濟部所屬事業民營化諮詢委員會編，民營化政策建議書，台灣經濟部編印，1996 年 1 月，頁 53。

¹¹ 大陸《公司法》係頒布於 1993 年 12 月 29 日，並在 1994 年 7 月 1 日正式施行。在《公司法》施行前已有不少企業依照《股份有限公司規範意見》的條件設立成股份有限公司。然兩者之間對於股份有限公司的設立條件存在許多的差異。基於此，國務院發布《關於原有有限責任公司和股份有限公司依照中華人民共和國公司法進行規範的通知》作為銜接兩者之間的條件差異。要求在 1996 年 12 月 31 日前，按照《公司法》股份有限公司的設立條件重新登記。以求設立條件法律

設立的股份有限公司基本上均有內部職工持股的設置，如《股份有限公司規範意見》中第二十四條規定「定向募集公司的本公司內職工認購的股份，不得超過公司股份總額的百分之二十；社會募集公司的本公司內部職工認購的股份，不得超過公司向社會公眾發行部份的百分之十」。其目的在增強職工對公司經營狀況的關注，使職工與公司形成命運共同體，從而達到轉換經營機制，提高企業活力。但是大陸上市公司未將職工持股定為一種長期投資計畫，而只是一種短期福利措施，同時並無具有可操作性的交易結構，致使內部職工股無法有一個運作基礎¹²。

一九九三年，《公司法》頒布，以公司制改制作為代表的國有企業產權制度改革初步建立。由國有企業改制而來的股份有限公司，雖然改變了企業和國家所有者的關係，但是企業職工的與企業的關係並無任何實質性的變化。從產權歸屬來看，職工仍是勞動者而不是所有者，並且隨著公司中流通股的增加，反而增加了職工的「雇傭」成分；從企業職工主體來看，仍然是被管理者與被監督者；從非配上來看，職工並無利潤分配或剩餘財產請求權，企業的績效很難同職工的個人收益聯繫起來¹³，公司制度的衍生對於職工股並無具體的獲益¹⁴。

基於九〇年代初期，大陸經濟發展過熱且不規範，不少定向募集公司以內部

體系上的一致。《股份有限公司規範意見》全文參照國務院公報，1995 年第 18 號，第 699 頁以下。

蓋《股份有限公司規範意見》係為當時國有企業改制為公司的基本依據，在《公司法》頒布實施之後，股份有限公司的設立條件已經確立，便回歸於《公司法》之上，這是企業體制轉制上的時間性問題。

¹² 賀小剛，試論我國上市公司職工持股計畫的建立，改革二〇〇〇年第 3 期，頁 31。

¹³ 陳征宇、沙俊海、李樹華，職工持股制度與股份公司治理結構的完善，上市公司 1999 年第 3 期，頁 29。

¹⁴ 在市場經濟的一般原則，在擁有公司營運所需的各項生產要素（資金、技術、人力）的所有者中，公司股東是經營風險的主要承擔者，其並不要求公司職工以自己收入獲資產承擔公司經營風險。但公司管理與市場競爭，又往往需要職工在一定程度上參與決策與管理，但這種參與只是管理上的一種需求與策略，並未賦予參與者財產關係上應有的權力，這樣便必然產生責任與權利、風險與收益不對等的矛盾。

職工股籌集的資金不當投資之現象嚴重，促使大陸國務院於一九九四年發布《關於繼續加強資產投資宏觀調控的通知》，該《通知》中規定，「國家體改委正會同國家計委、國家經貿委抓緊制定對企業發行內部職工股實行規範化處理的辦法，新辦法出台以前，暫停對內部職工股的審批和發行工作。」一九九四年六月十九日，原國家體改委發布《關於立即停止審批定向募集股份有限公司並重申停止審批定向募集公司和發行內部職工股的通知》，同年八月三十一日，中國證監會轉發國家體改委《關於股份有限公司職工股轉讓問題的函覆》，繼續重申：《公司法》生效施行之後所設立的股份有限公司不能發行內部職工股。

大陸雖然在股份制試點企業中推行內部職工持股，從公布的正式法令文件中，政府幾乎沒有什麼優惠（例如稅收或銀行貸款），且考量於國有資產不能流失的計畫體制的管理思維之下，使得職工股與普通股相比，有著流通性和表決權的障礙¹⁵，使得職工股與普通股有實質上的差異，幾乎成為「不定息的債券」，最終無法肯定職工的利益主體地位¹⁶。實際上，這一構想也因為法令的束縛，其目標並未完全實現。對社會募集公司¹⁷而言，在普通股上市六個月之後，內部職工股可以上市，職工在拋售股票之後，對本公司的關注和積極性降低，即使股票未出售者，其所關注的更多的是在股票行情的漲跌；對定向募集公司而言，由於內部職工股不能上市，且不得向公司以外的人轉讓（股份有限公司規範意見第 30 條），加之內部職工股比例不得超過股份總額百分之二十（股份有限公司規範意見第 24 條）¹⁸與分散的職工股權並不能保障職工參與決策權。這都是大陸

¹⁵ 王晉斌，解析內部職工持股計畫制度設計，經濟研究 2001 年第 7 期，頁 56。

¹⁶ 參見周舫，股份制企業中的民主管理，中外法學 1995 年第 6 期，頁 46。

¹⁷ 大陸在股份制企業改革中，在《股份有限公司規範意見》中將公司募集的方式採定向募集與社會募集兩種。其中所謂「社會募集公司」，乃指公司發行的股份除由發起人認購外，其餘股份應向社會公眾公開發行；所謂「定向募集公司」，乃指公司發行的股票除由發起人認購外，其餘股份不向社會公眾發行，但可以向其他法人發行部份股份，經由批准也可向本公司內部職工發行部份股票。

¹⁸ 《股份有限公司規範意見》嚴格規定內部職工持股的最高限額，這並不利於建立一個較為完

在實行股份制改革中對職工持股的一些困境。

由於內部職工股自身的不規範以及證券市場監管的疏漏，尤其在九〇年代中期，伴隨著大規模的股份制改制之際，仍是將職工股視為一種職工內部利益分配制度的模式作為對待¹⁹，使內部職工股的上是及其對股票市場產生不良影響。採外，內部職工股與上市流通股在市場上同時流通，帶來投資者對於股票市場公平交易的懷疑。由於職工股含有福利性質，與流通股相比，發行取得成本較低，這些低價取得之股份與普通股同場流通時，對市場價格影響頗大，而不少上市公司利用內部職工股上市流通的機會惡意炒作，損害廣大普通股投資者的利益，進一步破壞股票市場的正常秩序。使得中國證監會乃於一九九八年十二月發布《關於停止發行內部職工股的通知》，規定「股份有限公司公開發行股票一律不再發行公司職工股。目前尚未發行的，一律停止發行。定向募集公司原已發行的內部職工股以及股份有限公司經批准已發行的公司職工股，仍按現行政策執行。」

大陸引進職工持股制度的時間並不長，但卻是經歷了鼓勵和限制的兩個階段。直到今天，如何協調在鼓勵和限制的兩個階段中產生的法律衝突問題，相關部會並未給予一個明確的方向，使得職工持股制度在大陸仍是迷茫與困惑。

貳、職工持股會的制度構想

目前，大陸上市公司中職工持股制度還很難說是一個嚴格意義上的「制度」。僅能說是上市公司股份結構中有別於其他形式股份的一般普通股。

在大陸推行現代化企業制度，按公司制改組國有企業以來，《公司法》施行之後職工持股的做法應當繼受股份制改造時期的精神，只是對不同情況的公司在

善的職工持股制度。企業所需的資金多寡以及內外部股份各佔多少，是由企業的規模、性質及其所處的發展階段等多種因素所決定。

¹⁹ 朱慈蘊，職工持股立法應注重人力資本理念的導入，法學評論 2001 年第 5 期，頁 128。

公司化改制過程中採取不同的做法：對已上市公司，原職工股已轉化為普通股，應採取資本信貸與職工認股相結合的形式，使職工再度持有本公司股票，設立持股會管理運作；原定向募集公司的內部職工股改為特別股，通過內部託管或股權置換等形式改員工個人持股為集體持股；新改制國有企業，通過國家對企業職工提供資本信貸形式，將部份或全部國有資產轉移給持股會，從而建立職工持股會²⁰。

在一九九八年底，大陸證監會下發《關於停止發行內部職工股的通知》後，職工股的後續發展便成了討論的議題。並非大陸不需要職工股，而是職工該如何持股，以及既有的內部職工股應該如何確認其地位與權益。

當內部職工股喪失了外部的流動性之後，必然地要求設立職工持股法人機構的集中管理職工股份，代表職工股東行使股東權。這時候仿照美國的「職工持股計畫」（Employee Stock Ownership Plans, ESOPs）的「職工持股會」（或職工持股基金）的構想便在大陸形成了主流的論述²¹。

對於職工持股會的法律形式構想，有以合夥形式、信託形式、有限責任公司形式三種²²。

亦有學者建議由工會出面組織，在國有企業公司化後職工持股會產生的作用，一則職工持股會將公司內部職工集合起來形成一個大股東，進而可能將持股會代表被選為公司董監事，增加參與公司重大決策的機會。二則在現行規定下公

²⁰ 伍爭榮，建立集體持股制改造內職工股，中國證券報 1994 年 10 月 15 日，第 5 版。

²¹ 討論職工持股會的議題，並提出因應適合中國大陸本身體制環境的論述，主要有：王保樹，職工持股會的法構造與立法選擇，法商研究 2001 年第 4 期；朱慈蘊，職工持股立法應注重人力資本理念的導入，法學評論 2001 年第 5 期；陳寶敏、唐新林、鄭江淮，中國企業職工持股制度的運作框架，莊莉、陸雄文，員工持股和管理層持股，經濟理論與經濟管理 2000 年第 3 期；王晉斌，解析內部職工持股計畫制度設計，經濟研究 2001 年第 7 期。

²² 王保樹，職工持股會的法構造與立法選擇，法商研究 2001 年第 4 期，頁 6-7。

司職工股在一定期限下不得轉讓，但由於分散持有所以不易控制，在職工持股會下，為每個入股的職工設立股份帳戶，職工股的轉讓由職工持股會辦理，既符合規定又能使每個轉讓與入股的職工權益受到保障²³。

由於國有企業是依照公司法而進行組建，職工持股制度與公司法的具體規範使否會存在抵觸之虞？尤其是對有限責任公司而言。大陸的有限責任公司是由二個以上、50 個以下股東共同出資設立而成（公司法第 20 條），如公司職工持股人數超過 50 人，那將抵觸了有限責任公司的股東人數規定，因此在此一部份應是採取職工持股基金的形式，把眾多的持股職工合為一個股東的形式出現，這是個可以克服的方式。

解決職工持股會的方式不一而足，大陸學者論述不一，至今也未成定論。然就立法上總體所需要的考量的地方，卻是大陸在幾決這個懸置問題上所必須審慎因應：（1）職工持股會的法律地位，猶如上述所談及；（2）持股職工具有哪些權利和義務。畢竟沒有相應的法律制度，則以職工持股為基礎的職工參與機制無法得到落實；（3）既有職工股如何處理？如何解決職工流通問題？（4）各種不同企業的持股比例如何確立？例如大型企業，職工持股比例需要多少為宜？（5）決策層、管理階層以及技術研發人員職工股份的規定；（6）職工持股的紅利分配，是以股份積累為主，還是以分紅為主？這涉及到職工持股的長遠發展；（7）銀行貸款。在美國員工持股，由銀行為員工持股貸款，允許員工以不動產、股票等抵押，或者允許企業以抵押的形式給職工持股貸款，並規定合理的償還期限與償還方式等；（8）稅收與相關配套法律制度的聯繫關係。

大陸職工股的產生與其股份制的政策同時，而最早有關職工股的法令規定散見於改革初期的地方法規當中，例如《上海股份有限公司暫行辦法》、《大連市城鎮集體企業實行股份制試行辦法》等，它們大部份引進了內部職工股的概念。

²³ 參閱厲以寧，論職工持股計劃，經濟界 1996 年第 4 期，頁 8。

但相關規定極為簡略請作法不一，為此國務院針對在地方政府的基礎上開始對內部職工股加以規定，進而在一九九二年發布《股份有限公司規範意見》。由於在實際的運作中，大陸出現超越發行範圍和發行比例的問題²⁴，大陸證券主管部門對於內部職工股公司職工股的監管政策經歷了由寬鬆到嚴厲的演變過程。在一九九三年頒布的《公司法》中亦無採納此制。

依照《股份有限公司規範意見》允許內部職工股比例不超過公司總股份的20%，且在三年內不得轉讓。一九九三年四月三日，國務院轉發國家體改委等三部委所發布的《關於制止發行內部職工股不規範作法的通知》，決定暫緩審批內部職工股的定向募集公司。同年七月一日，國家體改委發布《定向募集股份有限公司內部職工持股規定》，第三條與第五條中，對於內部職工股進行明確界定，並規定已有的定向募集公司的內部職工股不得超過總股本的2.5%；內部職工股三年內不得轉讓，三年後也僅得在內部職工之間轉讓，內部職工股必需集中託管²⁵。

²⁴ 張承耀編，現代企業制度，中國鐵道出版社1994年，第96頁。

²⁵ 參見《定向募集股份有限公司內部職工持股規定》第13條、第22條。

第七章 境內上市外資股（B 股）

第一節 人民幣特種股票的法律定義

自從二〇〇一年二月二十一日，大陸證券主管部門——中國證券監督管理委員會發布《關於境內居民個人投資境內上市外資股若干問題的通知》，開放合法擁有外幣的大陸自然人買賣 B 股，上海、深圳兩個證券市場經過三個月多月的暴升行情，創下大陸 B 股市場開市以來最大的歷史新高點。其中，深圳 B 股指數由二月十九日的 127.7 點升至五月二十八日的 445.8 點新高，升幅達二點五倍之多。此外，也引起香港紅籌股指數以及國企股指數反應上昇，台灣的中國概念股亦大漲。

B 股的主要股東已由境外投資者轉向大陸內地居民，這樣的轉化何在？B 股的出現的歷史背景和環境如何？未來 B 股的出路何在？

此一政策的調整主要係乃考慮到大陸外匯資本的宏觀形式已經發生顯著變化，有必要因應此一變化，相應調整 B 股市場政策。同時對於開發展已經十餘年的大陸 B 股市場有必要根據經濟發展的需求，對其取向、定位、規則、功能作出重新的審視與調整。在此一政策因素的影響下，也使國內對於大陸開放其居民買賣 B 股的效應產生高度討論與關切。就此一問題在熱潮之下，有必要對於大陸 B 股的發展背景問題作一思考。

壹、人民幣特種股票的法律定義

所謂「B 股」亦即大陸證券市場中所稱之「人民幣特種股票」¹，B 股股票是

¹ 「人民幣特種股票」的稱法，係於 1991 年 11 月 22 日，由中國人民銀行以及上海市政府所發布的《上海市人民幣特種股票管理辦法》中得出。在《關於股份有限公司境內上市外資股的規定》

與人民幣普通股票（A股）的相對應而得名，它是以人民幣標明股票面值，專供大陸境外投資者以外匯買賣，在大陸境內證券交易所上市交易的記名式股票²。B股本身享有與人民幣普通股票同等的權利義務。

一九九一年十一月三十日，上海真空電子器件股份有限公司對境外發行總額為一億美金的B股；一九九二年二月二十一日，該公司在上海證券交易所掛牌上市交易。從此，大陸利用股市吸引外資的B股市場由然成立。截至 2003 年 5 月為止，大陸滬、深B股市場共有上市公司 111 家。歷年來，通過發行新股和配股共籌資 49.59 億美元，B股市場流通市值約 520 億元人民幣，相當於兩市A股流通市值的 3.2%³。

然大陸對B股的法制規範，遠遠落後於具體情境，直到一九九三年四月國務院發布的《股票發行與交易管理暫行條例》第六條中規定，「人民幣特種股票發行與交易的具體辦法另行制定。」此為B股股票發行的法令基礎。並基於此行政法規的基礎之下，於一九九五年十二月二十五日，由國務院發布《關於股份有限公司境內上市外資股的規定》⁴，作為全面的法源與操作程序之規定。

貳、開放 B 股的構想

B股設立的初衷是在於人民幣不能自由兌換情況下，既要從證券市場籌集資金，又要避免外國游資對大陸證券市場造成巨大的衝擊而形成⁵。亦即，大陸在

發布後，《上海市人民幣特種股票管理辦法》隨之廢止，因此「上市外資股」更為證券市場與後續法令所慣用。

² 參見《關於股份有限公司境內上市外資股的規定》第 3 條。

³ 詳參見中國證券監督管理委員會公告，2003 年第 6 期，第 40-41 頁。

⁴ 在《關於股份有限公司境內上市外資股的規定》基礎上，大陸又在 1996 年 5 月發布《關於股份有限公司境內上市外資股的規定的實施細則》作為配套法規，使其更具有可操作性。

⁵ 冀延松、趙龍、趙密、何欣，B股問題研究，收錄於中國證券協會編，中國證券市場發展前沿問題研究，中國金融出版社，2003 年 4 月，第 127 頁。

開放B股市場之際，係在人民幣不能自由兌換的高度管制下而展開，然隨著大陸改革的步伐加快在金融體制上亦作大幅度的調整，一九九四年大陸實行人民幣經常項目下有條件兌換⁶。一九九六年取消所有經常性國際支付和移轉的限制，同年十一月二十八日正式宣布接受《國際貨幣基金組織協定》（Articles of Agreement – International Monetary Fund）第八條第二款致第四款的規定，實現人民幣經常項目可兌換⁷，並在一九九七年一月十四日修正國務院所發布的《外匯管理條例》第五條，「國家對經常性國際收支和轉移不予限制」，從法規上明確允許經常項目下的外匯可以自由兌換。在一開始B股主要由境外人士以外幣購買持有，顯然大陸開放B股的初衷在於資本項目下外匯管制的背景下，有限度地開放金融市場，藉以吸引外資。

一九九五年十二月二十五日，大陸國務院發布《關於股份有限公司境內上市外資股的規定》，這是大陸 B 股的主要規範法規，該規定第四條將 B 股的投資人限於：1.外國的自然人、法人；2.香港、澳門、台灣的自然、法人和其他組織；3.定居在國外的中國公民；4.國務院證券委員會規定的境內上市外資股其他投資人。亦即 B 股市場發展初期的投資者主要設定於來自大陸境外投資者。

參、大陸證監會開放大陸居民買賣 B 股的目的

一、給境內投資者提供一個境內外匯投資的新領域

儘管B股的主要投資人在法令規定上以海外投資者為主。但在大陸證券市場

⁶ 自一九九三年底，大陸國務院發布《進一步改革外匯管理體制的公告》，建立以市場為基礎的浮動匯率制度和統一規範的外匯市場，以使人民幣成為可兌換的貨幣。從一九九四年元旦起實現浮動匯率制度，同年四月一日，實行全面銀行結售匯制度，對經常項目下外匯不再進行審批。參見林桂軍著，人民幣匯率問題研究，對外經濟貿易大學出版社，一九九七年五月，第七十一至七十二頁。

⁷ 相關人民幣實現經常項目下自由兌換的原因背景，詳參見景學成，試論人民幣實現經常項目下可兌換的宏觀經濟意義，經濟研究，一九九七年第四期，第三十頁以下。

的發展實際中，在大陸B股市場發展中不可迴避的一個事實是，實際參與的資金中很大一部份卻是來自大陸境內的投資者。大陸證券主管部門亦公開含蓄地提及「B股市場確實存在國內居民變相開戶問題」⁸。亦即B股市場對大陸居民開放，亦有承認既成事實的味道。

境外投資的紅利及利息、源於境外的遺產所得、境外人士的餽贈、國外保險金賠償以及講學、稿費、版權版稅等等收入，匯成目前大陸居民高達 749.3 億美元的外匯儲蓄存款（參見中國人民銀行統計數據）。由於大陸境內外匯需求不大，四大結售匯銀行只能將相當一大部分外幣資金拆放海外或是購買外國債券。對於眾多外匯持有者卻鮮少有外匯投資管道，致使開放大陸居民投資買賣 B 股為一個不可迴避的政策考量。

二、激勵 B 股市場的活絡

為改善B股交易不便的現狀，從而達到其吸引外資的目的；並且在外資參與的市場環境中，把B股作為對外開放的試驗場所，為其開放證券市場作為累積寶貴經驗⁹。大陸證監會在宣佈開放境內自然人得從事股之交易，此一政策，筆者以為，很大程度在於將具體事實加以導正，並圍繞加入WTO之後的因應，當有更多的投資管道與資金來源之際，B股的活絡是可以想像的。不過這些活水的挹注，B股是否便能走向順途？大陸加入WTO也對證券市場逐步開放，但是當A股市場佔據整個流通市場的最主要部分，得有更開放的投資機會之際，顯然B股不會是青睞的所在。

第二節 人民幣特種股票的制度缺陷

⁸ 參見中國證監新聞發言人就境內居民投資B股市場答記者問，中國證券監督管理委員會公告，2001 年第 2 期，第 21 頁。

⁹ 冀延松、趙龍、趙密、何欣，B股問題研究，收錄於中國證券協會編，中國證券市場發展前沿問題研究，中國金融出版社，2003 年 4 月，第 127 頁。

壹、B 股的制度缺陷

從發展的考量角度來看，B股市場的需求應是完全市場性的，但是大陸股票發行的制度卻保留著強烈的統制性，其具體體現便是「配額」的機制與政府審批機制主導著B股的發行與上市活動。當政府對一種股票市場的品種實行「配額」管理時，「配額」本身便會成爲一種有價的交易品，進而追求「配額」就會成爲目的的本身。當配額因素混入交易過程時，整個市場交易活動便會受到扭曲，資源的配置就不可能有效率¹⁰。

B股的政策一直不明確（如每年的發行量），大陸境外投資者並不太瞭解大陸內地對人民幣的長期政策，上市公司信息不足，透明度不高。由於B股發行量有限，投資規模太小，且大部分爲基金所持有，加上賣賣欠缺靈活，因此流通困難，不足以吸引帶多外資購買，隨著大陸內地企業陸續到香港上市後，B股在交易效率及監管方面都比那些境外上市公司遜色，對B股的期待將日漸式微¹¹。

長期以來，大陸證券管理階層將 B 股市場定位於「開闢市場引進外資的渠道」，加上得能發行 B 股的企業主要侷限在國有企業，在結構類型上形成了上市公司的先天不足（也有個別 B 股公司突破這種所有制的限制，但絕大部份 B 股上市公司都是國有企業），其出發點乃在於人民幣市場不能自由兌換的條件下，以吸引境外資金的特定市場安排。

從證券市場的構成主體——上市公司看，現行上海、深圳發行B股的公司有一一四家，涉及到十二種行業，其行業別大多數屬於傳統產業或是週期性變化較大的產業。一般規模較大，經濟效益差，又難以進行調整，而證券市場本身的活力在於充滿變數和預期，因此這些上市公司的B股市場對於境外的投資者而言無疑

¹⁰ 于緒綱，B股低迷的制度分析，中國法學 1999 年第 6 期，第 87 頁。

¹¹ 呂益民，中資企業在港籌集股本的四種模式，中國工業經濟研究，1993 年第 9 期，第 63 頁。

缺乏有效的吸引力。事實上，大陸現行B股市場上適合於海外投資者的公司少之又少，加諸股本結構不合理、信息披露的不規範，以及大陸本身會計制度與審計制度和國際規則不同，也難以讓境外投資者作出公允的判斷¹²。儘管大陸將加入WTO，使A、B股併軌的呼聲為市場所預期，但實際上，即使大陸在加入WTO之後的一段長時間中，仍舊無法實現人民幣自由兌換。因此，A、B併軌在技術上尚難行得通。而且中國證監會在2000年初明確表示要長期堅定支持B股市場的發展，暫時排除了取消B股或是合併A、B股市場的可能性¹³。由於A、B股市場股價的巨大差異，的確給予B股帶來巨大的想像空間，而在2000年一年中B股行情的大幅上漲，便是建立在暫時無法實現A、B股併軌的預期之上¹⁴。

現行大陸B股發行方式主要以私募為主¹⁵，但由於私募的市場範圍有限，一般集中在少數投資者手中。另一方面，B股市場存在發行市場與交易市場的非對稱性（亦即在境外發行，在境內交易），使得投資者對於所投資公司經營信息和

¹² 儘管大陸將加入WTO，使A、B股併軌的呼聲為市場所預期，但實際上，即使大陸在加入WTO之後的一段長時間中，仍舊無法實現人民幣自由兌換。因此，A、B併軌在技術上尚難行得通。而且中國證券會在2000年初明確表示要長期堅定支持B股市場的發展，暫時排除了取消B股或是合併A、B股市場的可能性。由於A、B股市場股價的巨大差異，的確給予B股帶來巨大的想像空間，而在2000年一年中B股行情的大幅上漲，便是建立在不可能實現A、B股併軌的預期之上。參見中華工商時報，2000年6月9日，第6版。

¹³ 晚近從2001年2月中國證監會宣布股向境內居民開放，2002年5月國家計委「經濟白皮書」指出要推動境內企業發行H股和股，一直到最近引入QFII和QDII，解決A股市場和B股市場的分割狀態，實現兩個市場一體化已經成為中國證券市場的重要課題，單憑主管機關主觀的抑制也很難避免。也許，B股發展的階段性政策任務已經該結束，而回歸客觀的歸路之上。

¹⁴ 在B股對大陸境內居民開放後，A、B股之間價差的縮小，其顯示出投資者範圍的限制是形成兩個市場間分割的一個主要原因，在打破壁壘之後，B股的價格開始向A股靠近。投資者主體的不同是形成大陸股票市場A、B股市場分割的一個關鍵因素，向境內居民開放一定程度上削弱了兩個市場的分割局面，但離一體化似乎還有很大的距離。參見吳文峰、朱雲、吳冲峰、芮萌，B股向境內居民開放對A、B股市場分割的影響，經濟研究，2002年第12期，第41頁。

¹⁵ 現行大陸B股發行方式主要以私募為主，但由於私募的市場範圍有限，一般集中在少數投資者手中。另一方面，B股市場存在發行市場與交易市場的非對稱性（亦即在境外發行，在境內交易），使得投資者對於所投資公司經營信息和股票交易信息了解不便，加之，大陸對於上市公司經營及信息披露的監管低效，很大程度上將低了境外投資者對於B股的信心與熱情。

股票交易信息了解不便，加之大陸對於上市公司經營及信息披露的監管低效，很大程度上降低了境外投資者對於B股的信心與熱情¹⁶。

貳、B 股市場定位存在缺陷，市場方向不明

B股市場出現上述發展情況的根本原因在於：市場定位存在缺陷。一方面，B股市場的設計初衷是按本土市場（Home Market）設計的，是與A股市場並行的境內市場，其運行環境和交易機制是境內市場的一部分；但另一方面，B股市場又是離岸市場，其投資者主要為境外人士，他們對B股市場在透明度、法律保護、風險控制方面的要求又是按境外市場加以對待。這種市場定位上的交錯和市場主體（發行人和投資人）的分離自然帶來B股市場的結構性問題¹⁷：

第一，投資人的法律保護始終是一個問題。境外投資者對 B 股上市公司的治理結構和投資資金的使用缺乏約束，在法律上沒有制約的方式。同樣，在成熟證券市場上，上市公司董事及高級管理人員具有明確的承擔誠信義務和勤勉盡責的法律責任，如果他們利用關聯交易和內幕交易損害公司利益，則需承擔刑事責任。而這一點在 B 股市場的設計過程中，其法律保障相對是不足的。B 股市場股東之間的法律糾紛如何處理更為複雜。由於境內外仲裁和司法執行程序上的不同，境外投資人在利益保障上感到缺乏明確有效的途徑和程式。正是這種市場結構上的法律缺陷，使境外投資者一直把 B 股市場視為風險極高的市場，投資於 B 股市場的境外資金往往帶有風險投資性質。

第二，B 股市場的定位缺陷還決定了 B 股只能在境外私募發行，不能在境外公開註冊招股說明書，上市公司的透明度無法通過正常的市場機制傳遞。B 股不能公開註冊招股說明書，意味著 B 股不能對境外個人投資者銷售，使 B 股先天

¹⁶ 王文杰，大陸B股股票發展的冷思考，實用稅務，第三一五期，第 78 頁。

¹⁷ 聶慶平，B股市場：國際化的過渡選擇與發展對策，上海證券報，2003 年 9 月 9 日，第 7 版。

留下投資群體人數不夠，流通性不高的缺陷。由於 B 股二級市場不活躍，證券公司就不會投入足夠的分析師研究 B 股公司，相應地造成上市公司透明度有限。境外投資者對 B 股的資訊接觸少，自然對 B 股公司的發展前景和風險因素缺乏瞭解，長久下去，境外投資者逐漸失去對 B 股市場的興趣。

第三，人民幣不可自由兌換，造成 B 股市場成為成本最高、外匯兌換手續最複雜的市場。由於外匯管制的障礙，B 股市場無論與 A 股市場比，還是與 H 股市場比，其交易結算都要多出許多環節。既要有境內的交易結算證券商和銀行，又要有境外的證券商和銀行，交易程式複雜，速度慢，境外投資者承擔一定的交易風險。同樣，境外投資者外匯匯入、匯出的審批管理，也造成投資者的不便。

第四，H 股市場的推出，從市場競爭的角度使 B 股市場定位的缺陷進一步陷入窘境。

B 股市場存在於大陸證券市場之中，但隨著證券市場的蓬勃發展，快速擴張的供給和需求，大大地開闊了 A 股市場的廣度和深度，反而樹立了 A 股市場的主導地位。

從B股市場的現狀而言，隨著一九九七年六月二十日，大陸證監會發布《關於進一步加強在境外發行股票和上市管理通知》後明確了大陸在境外發行股票的政策（亦即在香港發行H股、紅籌股），這使得通過B股市場作為內地上市公司引進外資，充當對外的窗口的意義已經大為減小¹⁸。同時，新加坡證券交易所表示對大陸符合基本條件的各類企業歡迎到新加坡上市的表態，B股這種模糊的市場定位使其在國際新興證券市場的競爭中再次處於劣勢的地位。晚近，隨著《合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法》（QFII）在二〇〇二年十二月一

¹⁸ 張戡、陳亮，「創新：B股市場的出路與希望」，中國證券報 2000 年 10 月 13 日，第 18 版。

日的正式實施，B股市場相形之下將更加乏人問津。

直到一九九九年五月十九日，中國證監會發布《關於企業發行B股有關問題的通知》規定，「申請發行B股的企業可以是國有企業、集體企業及其他所有制形式的企業，原則上應為已經設立並規範運作的股份有限公司，並符合《國務院關於股份有限公司境內上市外資股的規定》所列條件，能夠適應國際投資者的要求。」¹⁹致使B股發行的主體依循不再受到以國有企業為主的限制，如此促使B股的發展得能有一個後續發展的空間。這間接說明，大陸股票市場環境的發展並非居於一成不變的經濟環境，最明顯便是大陸市場經濟體制進程的加深之後，如何保障交易安全以及對於投資者權益的保護便成為新興的議題。

第三節 B 股的未來發展走向

B 股市場係在大陸開始進行股票市場試點時設立的，是大陸證券市場國際化的一種過渡性選擇。由於人民幣在資本項目下不可以自由兌換，境外投資人不可以直接投資於境內證券市場，因此，B 股採取在境外私募發行，在境內掛牌上市的模式。在歷經十餘年的 B 股市場發展過程中，股價起伏波動，存在市場發展定位方向不明、市場動力不足、市場透明度不高和市場融資功能喪失等問題，加上大陸已由外匯短缺國家變成外匯充裕的國家，B 股市場的「招商引資」歷史使命基本上已經完成，致使 B 股市場必須重新進行定位和制定國際化的發展模式，否則 B 股便無存在價值。

B股誕生於一九九一年，從其歷史走勢來看，每一次行情的展開都與大陸政策面的變化息息相關²⁰，亦即政策面的運作使得B股的發展缺乏一個穩定性的發

¹⁹ 參見《關於企業發行B股有關問題的通知》第一條。

²⁰ B股成立之初，投資者憑藉著對大陸經濟和資本市場發展的前景預期，境外投資者競相購買B股，在隨後三個月當中，上海B股指數就曾 140.85 點，漲幅 40%。但隨後由於政策面對B股市場

展格局。做為市場組織者和監管者的主管部門而言，儘管有責任和義務努力實施正確的政策，避免和糾正錯誤的政策，但法律並沒有因政策失誤或偏差而補償或賠償的義務，這將使得B股的投資者在面臨政策不確定下所面臨的損失，使得B股發展蕭條且邊緣化。蓋僅依靠政策面的發動作為B股發展的依托，只是加速投資者對於B股的不信任，正是由於這種來自主管機構的政策偏向，以及在境內外市場以限制和歧視境內投資者的辦法，以不同價格發行同一公司股票，才導致今日流通股股東處於尷尬困境，如何回歸市場發展的供求方式才是B股的發展基礎。

二〇〇一年二月，B 股市場對境內投資者的開放和二〇〇二年實施的 QFII 制度，很大程度都改變了 B 股市場的外部條件。從理論上講，改變 B 股市場與境內市場相分離的狀況，是重新定位 B 股市場、促進 B 股市場發展的一種定位選擇。B 股市場這種重新定位和交易模式的轉變，在發展中國家新興市場國際化過程中都採用過。應該說，大陸進行 B 股市場定位的適當調整，是符合大陸證券市場國際化發展客觀事實。

國際化的前提是市場化。B 股市場應在上市公司篩選機制、交易機制、資訊披露機制、並購重組等方面實施更自由化的改革措施，促進市場活力的恢復，並在人民幣自由化的過程中，逐步實現與境內 A 股市場的融合。

開放境內機構投資者投資 B 股

當H股市場逐漸大幅擴大之際，人民幣升值預期的同時，要活絡B股市場的

鮮有扶持之舉，以致到了 1999 年 3 月，上海和深圳B股雙雙創下歷史低點 21.25 點和 323.2 點，七年間跌幅近 85%。而 2002 年 2 月，向境內居民投資者開放，隨即在上海和深圳均創下歷史新高，惟其後又嘎然而止。

方式，將B股對境內機構投資者開放係為一個可行的辦法²¹：

(1) 隨著 B 股的發行與上市，《關於向外商轉讓上市公司國有股和法人股有關問題的通知》、《合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法》等法規的相繼發布，意味著中國資本市場的大門已逐步向境外資本開放。這是符合中國資本市場的中長期發展趨勢的。但在國民待遇的準繩下，境外所有願意進入中國資本市場的合格投資者都可以享受同樣的市場准入機會時，為何仍不允許境內機構投資者自由地投資本國的 B 股市場？如果說當年只允許向境內居民投資者開放 B 股市場是由於外匯儲備過低，那麼如今有中國強勁的經濟增長和高達 3460 多億美元的外匯儲備，及截至今年第二季度為止的 501.71 億美元的企業外匯存款作後盾，應該說現在對境內機構開放 B 股市場已沒有必要設置障礙。

(2) 缺少機構投資者的參與，股市就缺少直接的活力和持續的動力。缺少機構投資者就猶如缺少一個重量級參與者，在股市低迷時，散戶不可能也沒有能力護盤，也沒有能力投機、投資炒作個股，市場缺乏熱點，也缺少投資、投機帶來的賺錢效應。致使目前 B 股市場個股的走勢與大盤相若，基本上是同漲同跌。

(3) 無論從哪一個角度看，B 股市場自 2001 年的大幅上漲帶來的調整壓力，都已消化殆盡，已經沒有構成 B 股市場進一步利多政策出臺的障礙。而 B 股尤其是深市 B 股投資價值也已逐漸顯現。目前 B 股市場股價普遍較低，甚至部分股票已跌破淨資產，更別提與兩年前的狂熱行情時的價格相比。B 股尤其是深市 B 股市場平均市盈率也遠遠低於 A 股市場，並已接近目前香港掛牌的國企股平均本益比。

(4) 對境內機構投資者開放B股市場，有利於緩解人民幣升值的壓力。雖

²¹ 聞岳春、程錦雁，B股市場應向境內機構投資者開放，上海證券報，2003 年 10 月 10 日，第 9 版。

然QDII²²（Qualified Domestic Institutional Investors，合格境內投資者機制）也是緩解升值壓力的一劑良方。但若先啟動B股市場，讓合格的境內機構投資者將手中的外匯換成B股，這樣既有利於緩解人民幣升值壓力，又解決了B股的尷尬處境，且遠比QDII來得更簡單、更方便、快捷²³。

²² 從國際比較的經驗表明，比較好的資本市場開放順依次為：境內企業海外上市，境外投資者境內投資（QFII），境內投資者境外投資（QDII），境外企業境內投資，境內證券機構經營境外業務，境外證券機構經營境內業務。由於中國剛實施QFII，尚無必要打破實踐的證明效果，亦即QDII的施行將在QFII之後。

²³ 不少人認為，QDI的施行將會對B股產生利空。價值投資的理念在香港市場大行其道，而大陸內地市場包括B股市場，股價的差別並沒有如香港市場的股價價差大。例如深圳B股，目前最高股價不到 20 元港幣，最低也有 1 元港幣以上，而二者的經營業績相差數千倍。這說明即使價值投資成為深圳的主流理念，貫徹這一點尚為香港市場那樣來得徹底。實行QDII之後，同樣是用港幣投資的兩個市場間執行價值理念的程度將會拉近，實行QDII將提高內地市場對投資理念的重視。

第八章 境外上市外資股（H）股

第一節 H 股之定義

在大陸內地證券市場國際化過程中，香港作為國際金融中心之一，具有橋樑與紐帶之作用。尤其是自一九九二年香港聯合交易所和香港證券監督委員會提出 H 股概念以來，H 股便在大陸上市公司中，成為一種新的股份結構之一。與 B 股市場相同，H 股市場也是經由香港走向國際資本市場。

大陸企業境外上市，是指其國內之股份有限公司向境外投資者發行股票，並在境外公開的證券交易所公開上市。大陸企業境外上市有直接上市和間接上市¹兩種模式。境外直接上市，是指股份有限公司在大陸境內註冊，直接申請到境外證券交易所發行股票，供大陸境外投資者買賣股票的上市公司。目前，大陸上市公司採行境外上市，只能是經過大陸國務院證券監督管理委員會批准的境外上市預選企業。境外上市的地點僅限於香港、紐約、倫敦和新加坡等與大陸證券監督管理委員會簽訂有證券監管合作諒解備忘錄的證券交易所為主。本章係以境外直接上市並僅以香港證券交易所為主要探討的主軸。

H 股，是指大陸的上市公司向境外投資者募集資金，並獲得香港聯合交易所批准上市，以人民幣標明面值、以港幣認購和交易的記名特種股票²。發行 H 股之上市公司必須在大陸地註冊登記，在香港聯合交易所獲得上市資格。H 股公司在香港發行上市，必須遵守香港證券市場的規則，同時也要遵守大陸內地的相關法律規範，並受中國證監會、香港證監會、香港聯合交易所共同監督。

¹ 例如大陸裕興公司在百慕達註冊後，在香港創業板上市；橋興公司在百慕達註冊後，在美國 NASDAQ 上市；新浪、搜狐、網易在開曼群島註冊後，在 NASDAQ 上市，都屬於大陸境內企業通過其境外附屬實體公司實現境外間接上市。

² 詳參見《關於股份有限公司境外募集股份及上市的特別規定》第三條

需為區別的是，H股與「紅籌股」之上市公司係有不同法律屬性。依照中國證監會《關於境內企業到境外發行股票和上市批准程序的函》，所稱之「紅籌股」，係指具有大陸資本在香港註冊並上市，但其主要股權（超過 30%）直接或間接為大陸內地企業或政府部門所掌握的上市公司，例如聯想集團、四通集團北大方正等企業，通過其在香港註冊經營的附屬企業達到在香港間接上市的目的³。而較為準確且普遍接受的定義應該是由香港恒生證券指數服務公司於一九九七年六月在發布與大陸相關公司指數時做出的。根據這一定義「紅籌股」公司是指「大陸企業控股 35%以上的本地上市公司。」⁴

由於香港具有大陸內地所無法具備或比擬的國際資本市場的優勢和能力，因此，一九九三年大陸在發展 B 股市場的同時，決定將國有大型、特大型企業推向香港市場，以實現融資與改革的目的。一九九三年七月十五日，青島啤酒 H 股在香港獲超額認購並順利上市，開創了大陸內地企業在香港國際資本發行 H 股集資上市的先例。

對於大陸內地企業在香港上市，大陸不少金融與證券業人士持反對的意見，認為內地企業在香港上市將嚴重打擊上海與深圳股票市場，總體考慮弊大於利。這些弊端表現在以下幾個方面⁵：（1）不利於內地股票市場之發育。亦即大陸證券市場正處於發展之初，市場亟待擴充，而九家實力雄厚的企業在香港上市必然對內地股市帶來嚴重衝擊；（2）香港一方面為改善當地上市公司的產業結構，

³ 紅籌股公司在香港的發展不僅是中資公司在香港經濟活動的重要組成部分，而且也體現了大陸不同的政府機構在香港的政策取向。雖然這些公司是依據香港法律在香港註冊成立的公司，但它們在這種複雜的政治經濟背景下的運作規則不可避免地與香港在資本主義市場經濟機制基礎上建立發展起來的法律制度產生碰撞。參見張憲初，紅籌股公司的法律特徵及其管治的若干問題，收錄於王保樹主編，商事法論集第四卷，法律出版社，2001 年，第 130 頁。

⁴ Pang Siu Kei, Red-Chips' (China Affiliated Companies' Shares) Profitability, Attractiveness and Its Implication to Hong Kong Stock Market, Final Year for MBA Program of the University of Hong Kong, 1998, at 4.

⁵ 呂益民，中資企業在港籌集股本的四種模式，中國工業經濟研究，1993 年第 9 期，第 62 頁。

一致大利吸引大陸優質企業，一方面對於大陸企業的上市條件又加以嚴苛的限制，許多因素使得九大公司很難在作出重大犧牲以前取得上市資格；（3）大陸內地企業在香港上市，將會使稅收嚴重流失（如包銷佣金、交易收入和印花稅、工商統一稅、券商所得稅等）。

在大陸境內設立的公司直接到香港發行並公開上市的股票，在以上統計所列示的統計數據中，是對同一公司既發行上市流通 A 股又發行 H 股的統計，不包括僅發行 H 股的公司，因為其不屬於在中國大陸掛牌上市的公司，這是由於統計口徑所決定。對 H 股持有人和上市流通的監管屬於香港特別行政區有關部門職責，對公司的監管則涉及大陸與香港的雙重管轄。

第二節 H 股的上市程序

壹、大陸部分：

就 H 股的上市程序言，其法律基礎在於大陸《公司法》第八十五條以及第一百五十五條，「對於上市公司股票可以到境外上市或募集股份，其具體辦法由國務院做出特別規定」。

由於《公司法》中僅作宣示規定，賦予其法源基礎。H 股的上市與募集係由公司法上之授權條款所特別規定，目前主要係根據一九九四年八月，由國務院發布的《關於股份有限公司境外募集股份及上市的特別規定》⁶。一九九九年七月，中國證監會為支持企業進入國際資本市場融資，發布《關於企業申請境外上市有關問題的通知》，其門檻條件為「淨資產不少於四億人民幣，過去一年稅後利潤不少於六千萬元人民幣，並有增長潛力，按合理預期市盈率計算，籌資額不少於

⁶ 所謂「特別規定」，係指其上市條件依照第八十五條以及第一五五條所設定之授權條款之依據而言。

五千萬元美金。」⁷

最初H股的上市發行係由大陸各省市和各部委層層推薦預選，成為預選上市的企業才有資格向中國證監會申報批准在香港發行。一九九六年對H股的發行上市開始引入市場競爭機制。大陸國務院證券委員會於一九九六年六月發布《關於推薦境外上市預選企業的條件程序及所需文件的通知》，對境外上市程序進行調整，調整的主要內容是：申請在境外發行並上市的公司，由企業所在地省級政府或所屬國務院有關企業主管部門提出申請，並由企業所在之地方政府或國務院有關部門向國務院證券委員會推薦，國務院證券委員會確定預選企業，最後由中國證監會審批其在香港募集股份及上市⁸。這種模式將過去預選的模式改為「成熟一個，批一個」⁹。

晚近，大陸對其內地企業赴境外上市採取更為積極的態度。例如二〇〇四年一月，由國務院所發布《關於推進資本市場改革開放和穩定市場發展的若干意見》，該意見第九條明確表示「積極利用境外資本市場。遵循市場規律和國際慣例，支援符合條件的內地企業到境外發行證券並上市。」此外，中國證監會也逐漸放寬上市審批要求，通過簡化或取消不必要的行政審批手續，支持企業境外上市。例如，從二〇〇三四月起，不再對於「涉及境內權益的境外公司」在境外上市出具中國律師的「無異議函」¹⁰。該舉措大大地簡化「涉及境內權益的境外公司」在境外上市的程序，縮短了上市準備時間，對內地企業到境外上市產生積

⁷ 儘管《關於企業申請境外上市有關問題的通知》中，對於申請境外上市不限於國有企業，但這些門檻要求，對於擬上市企業的規模和經營業績的標準較高，一般新興的發展中的民營企業，以及某些中小型國有企業很難達這樣的標準。

⁸ 參見《關於推薦境外上市預選企業的條件程序及所需文件的通知》推薦預選企業程序部分。

⁹ 《關於推薦境外上市預選企業的條件程序及所需文件的通知》之用語。

¹⁰ 為順應減卻行政審批的程序，中國證監會在2003年4月，取消第二批行政審批項目法令，其中2000年發布的《關於涉及境內權益的境外公司在境外發行股票和上市的關通知》亦含蓋在內。參見中國證監會公告，2003年第4期，第24頁。

極的影響。

貳、香港部分：

H 股赴港上市管理

一、於香港股票的上市標準

對於在香港之外合併或成立的並希望在香港聯交所首次上市（Primary Listing）的發行人，聯交所對其上市的要求與香港本地發行人基本相同。如果上市涉及證券銷售，則資本額應在 3000 萬港元以上。如果海外發行人採取國際會計標準，聯交所可要求其在報告中聲明與香港會計標準的重大差別所造成的財務影響。

聯交所接受在（或將要在）其他交易所首次上市的海外發行人申請進行第二上市（Secondary Listing）。但如果認為上市不符合公眾利益或不滿足海外發行人在首次上市所提供的股東保護的對等標準，聯交所可保留否決第二上市的權利。

香港交所上市條件：

1. 最低公眾持股數量和業務記錄

（1） 市值少於 40 億港元，公眾持有股份至少 25%。

（2） 市值在 40 億港元以上，由交易所酌情決定，但一般不會低於 10% 或 10%-25%，每發行 100 萬港元的股票，必須由不少於三人持有，且每次發行的股票至少由 100 人持有。

2. 最低市值

上市時預期市值不得低於 1 億港元。

3. 盈利要求

最近一年的收益不得低於 2000 萬港元且前兩年累計的收益不得低於 3000 萬港元（上述盈利應扣除非日常業務所產生的收入及虧損）¹¹。

4. 上市公司類型

吸引海內外優質成熟的企業。

5. 採用會計準則

香港及國際公認的會計原則。

6. 公司註冊和業務地點

不限。

7. 公司經營業務資訊披露規定

申報會計師報告的最後一個財政年度的結算日期距上市檔刊發日期不得超過六個月。

8. 其他因素。

¹¹ 香港聯交所在主版的上市條件，在財務狀況上必須達到一定的標準。香港聯交所提供了三個關於申請上市的企業的財務狀況的測試標準，申請企業只要滿足其中任何一個標準即可。這三個標準分別是：盈利測試；市值/收益測試；市值/收益/現金流量測試。

（一）盈利測試標準。要求申請企業必須在實質上相同的所有者和管理層的擁有及管理下，具備足夠長的營業記錄。具體來講，申請人和或其有關集團，須在實質上相同的所有者和管理層擁有和管理下，具備不少於三個財政年度的營業記錄。而在該階段期間，申請人最近一年的股東應佔利潤不得低於 2000 萬港元，並且前兩年累計的股東應佔利潤不得低於 3000 萬港元。此外，申請企業在上市前至少三個財政年度內，其自身或其有關集團管理層沒有重大變動；並且在上市前至少最近一個經審計的財政年度內，申請企業或其有關集團的所有權和控制權沒有重大變動。

（二）市值/收益測試。要求申請企業具備不少於三個財政年度的營業記錄；在上市前至少三個財政年度內，管理階層沒有發生重大變動；在上市前至少最近一個經審計的會計年度內，所有權和控制權沒有發生重大變動；最近一個經審計的財政年度的收入至少為五億港元；上市時市值至少為四十億港元；並且上市時持有證券的人數至少為 1000 名。（三）市值/收益/現金流量測試。要求申請企業具備不少於三個財政年度的營業記錄；在上市前至少三個財政年度內，管理階層沒有發生重大變動；在上市前至少最近一個經審計的會計年度內，所有權和控制權沒有發生重大變動；最近一個經審計的財政年度的收入至少為五億港元；上市時市值至少為四十億港元；並且由申請企業，或其有關集團的經營活動產生的上市前三個財政年度的累計現金流量，至少為一億港元。

二、中國內地企業到香港聯交所上市要求

(1) 必須是在中國正式註冊或以其他方式成立的股份有限公司，且必須受中國法律、法規的制約；

(2) 上市後最少在三年之內必須聘用保薦人（或聯交所接受的其他財務顧問），保薦人除了要確定該公司是否適合上市之外，還要向該公司提供有關持續遵守聯交所上市規則和其他上市協定的專業意見；

(3) 必須委託 2 名授權代表，作為上市公司與聯交所之間的主要溝通管道；

(4) 可依循中國會計準則及規定，但在聯交所上市期間必須在會計師報告及年度報表中採用香港或國際會計標準。上市公司的申報會計師必須是聯交所承認的會計師；

(5) 必須委任 1 人與其股票在聯交所上市期間代表公司在香港接受傳票及通告；

(6) 必須為香港股東設置股東名冊，只有在香港股東名冊上登記的股票才可在聯交所交易；

(7) 在聯交所在市前要與聯交所簽署上市協定。另外，每個董事和監事需向聯交所作規定的承諾，招股書披露的資料必須是香港法例規定披露資料。主要股東的售股限制：上市半年內不能出售該部分股票，半年以後仍要維持控股權。

三、H 股概況

自從《上市規則》將中國內地發行人在聯交所上市並以港幣認購及交易的境外上市外資股稱之為“H 股”後，該詞已廣為市場所接受。“H 股”在香港上市可以採用三種方式：通過在香港註冊的香港或海外公司上市；通過以中國內地為

業務對象的投資基金上市；直接上市。1993 年以前，最常用的方式是第一種。1993 年 6 月，香港證監會和聯交所與中國證監會、上海證券交易所以及深圳證券交易所簽訂了《監管合作備忘錄》，這一協議既加強了雙方對在香港上市的中国內地企業的監管，同時也使內地企業在香港上市更為便利。此後，越來越多的中國內地企業開始採用直接上市的方式在香港上市。

中國內地的法律制度並非以普通法為基礎，這點與香港不同。此外，1994 年生效的中國公司法，也與香港的公司條例有別。為解決上述差異，聯交所會同香港證監會與中國內地有關方面展開了廣泛討論，中國內地於 1994 年分別發布了《國務院關於股份有限公司境外募集股份及上市的特別規定》和《到境外上市公司章程必備條款》。目前，《上市規則》全部適用於中國內地發行人。但是鑒於中國的特定情況，聯交所也制定了若干附加規定，修訂或豁免等若干條文。

四、法律及監管

由於中國內地發行人可能在中國內地和香港同時上市，因此他們不僅必須遵守中國內地的法規，還必須遵守香港證券市場使用的各項法例和非法定守則。

《上市規則》規定，非香港註冊成立的發行人申請上市，必須依照當地的特別情況而制定若干附加規定，修訂或豁免等若干條文。對於在百慕大及開曼群島的普通法管轄區註冊成立的發行人的附加規定、修訂或豁免，載於第 19 章；而適用於中國內地發行人的，則載於第 19 章 A。其中清楚列明：《上市規則》全部適用於中國內地發行人，如同其適用於香港及海外發行人一樣。但鑒於中國內地發行人的證券在兩個差別很大的市場（境內和境外）買賣，加上中國內地法律制度並非以普通法為基礎，因此需要制定若干附加規定、修訂或豁免等若干條文。這些規定包括：

- a. 中國內地發行人須按照香港或國際會計準則呈報其周年帳目；

- b. 中國內地發行人的公司章程須載有條文，以反映內資股及境外上市外資股（包括 H 股）的不同性質及其有關持有人的不同權利；
- c. 涉及 H 股持有人的，並基於中國內地發行人的公司章程或中國內地《公司法》及其他有關法律、行政法規所規定的權利或義務，當發生與該公司事務有關的爭議時，須以仲裁方式解決，並由申請仲裁一方選擇在香港或中國內地進行仲裁。

以上內容組成了 H 股上市的監管結構。此結構可確保中國內地發行人提供的股東保障與投資者所預期的香港上市發行人所提供的相類似。

五、有關 H 股上市的附加上市規定

甲、招股機制

H 股上市，通常採用以下兩種方式：認購和配售。當上市事項涉及銷售的證券時，一般情況下，預期市值至少達 5000 萬港元的證券必須在香港發售。此外，《上市規則》19A14 條規定：任何擬在香港及香港以外地區的市場同時推出的證券，必須有充足的數量在香港發售（事先與聯交所議定）。如屬全球性公開招股而同時涉及香港認購及國際配售，分配給公開認購部分的最低數量必須是招股總數的 10%。此外，該項招股必須包括一個回補機制，而在運用該回補機制時，認購部分會增加的數目，將視市場對該認購部分的股份的需求程度而定。

乙、上市資格附加規定

申請在香港上市的中國內地公司應當在以下幾方面達到香港聯交所的要求：

- i. 擬申請上市的發行人必須是在中國內地正式註冊的股份有限公司。此項規定可確保發行人受中國內地《公司法》管轄；

- ii. 公司應當在香港委託代理人代其接受有關法律文件和通知書，申請上市的公司應當在上市前將該代理人的一般情況向交易所通報；
- iii. 首次上市之後，新申請上市的發行人須在上市後續聘其保荐人，或聯交所接受的其他財務顧問至少為期 3 年（或聯交所行使其絕對酌情權而准許較短年限）；
- iv. 發行人必須為其 H 股在香港設置股東名冊。該股東名冊的任何修正均屬於香港法庭的管轄範圍。記名股票的轉讓登記必須在香港進行，而不記名股東的股息或利息必須在香港或聯交所同意的其他地區派發；
- v. 發行人的周年帳目，須符合香港會計師工會所核准並載於《會計實務》的會計准則，或由國際會計准則委員會頒布的《國際會計准則》；
- vi. 發行人須在其公司章程中加入《必備條款》和《上市規則》所規定的若干附加條文，以反映內資股與境外上市外資股（包括 H 股）的不同性質及其有關持有人的不同權利；

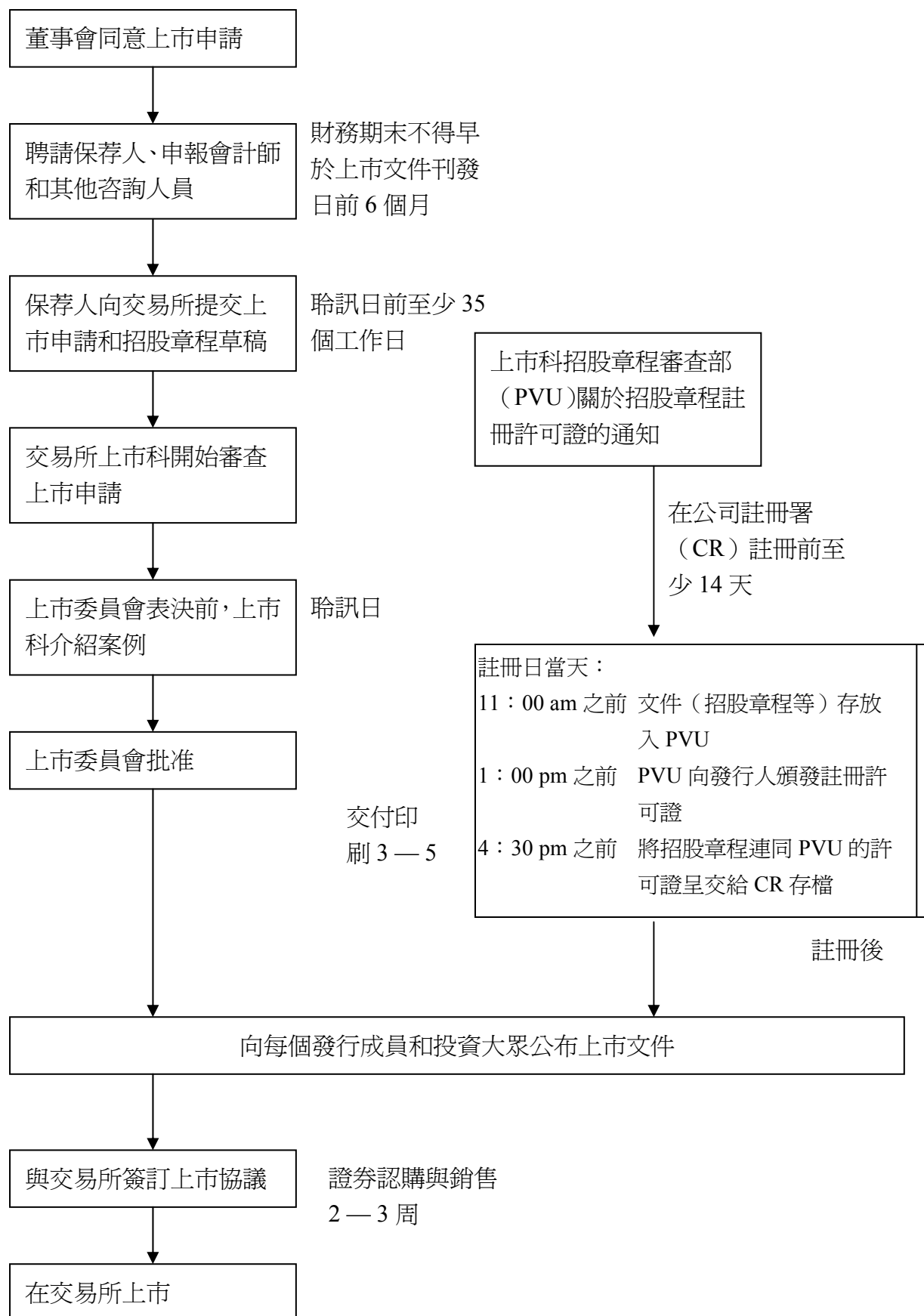
還應規定發行人在香港委任一名收款代理人，由其代 H 股持有人收取發行人就 H 股宣布的股息和其他應付款項。

- vii. 公眾持股量的最低百分比經修改後規定：
 - 所有 H 股必須由公眾人士持有，除非聯交所另行准許；
 - 由公眾持有的 H 股，不得少於已發行股本總額的 10%；

- 由公眾持有的 H 股和其他股份，合計不得低於已發行股份總額的 25%。
- viii. 沒有利益衝突。如果申請上市的中國內地企業的控股股東是中國政府機構，則該控股股東可能在其他與該上市公司有業務競爭的公司中存在商業利益，上市公司應當向交易所提交由上市公司和該控股股東出具的文件，保證不會因該利益衝突而損害其他股東的利益。
- ix. 上市公司應當保證有足夠的管理人員在香港持續居住。

丙、上市文件附加規定

參見附錄（摘錄自胡繼之主編，海外主要證券市場發行制度，中國金融出版社，2001）。



第三節 H 股的設置背景與意義

壹、H 股發展初期的法律困境

H 股的設置以及大陸上市公司獲准在香港發行股票本身，不僅僅在於大陸證券市場之外作為籌集資金的場所與渠道，更重要的意義在於對大陸的國有企業改革的一種體制性的調整。

當青島啤酒股份有限公司正式在香港掛牌上市之後，後續一系列大陸國有企業所改制為上市公司的企業陸續在香港發行H股¹²，其意味著：大陸改革開放已經進入朝向國際性的實質運作；大陸的國有企業將必須依照國際的上市慣例要求自己；帶動其他國有企業向國際慣例靠攏；廣大國際信息量對大陸的流入；掌握國際股市運作程序及技巧；拓展大陸股份制試點，發展和完善大陸股票市場等等¹³。

對於大陸上市公司到香港發行 H 股發生於一九九三年，而發行本身必須依照香港證券交易所的上市規則，亦即是一種國際慣例遊戲規則的吻合，揆諸當時，大陸《公司法》尚未頒布，貼近國際慣例的會計準則亦付之闕如。因此是一種具有極高政策性的舉措。

在《公司法》尚未頒布之前，大陸主要依照由國家體制改革委員會在一九九二年五月所發布的《股份有限公司規範意見》作為上市公司設立之依托。儘管《股份有限公司規範意見》粗略地賦予上市公司設立依據，就當時而言，該《規範意見》係以符合大陸國有企業改制為股份有限公司的狀況下為主要訴求完成，有些條款並不符合香港的上市規則。再者，當時上市公司的會計制度，其主要財務會

¹² 截至 2003 年 6 月為止，大陸共有 81 家上市公司獲准在香港發行H股。參見中國證券監督管理委員會公告，2003 年第 6 期，第 40 頁。

¹³ 李樟，H股香港上市透視，改革，1994 年第 5 期，第 131 頁。

計簿記要求及方式，仍是沿襲著計劃經濟體制下所形成的收付記帳制度，在會計科目、會計報表、會計核算等項目根本無法與國際接軌，致使大陸在推薦上市公司到香港上市之際，其會計信息的真實性受到很大的爭議。

為制定符合在香港上市所需要的規則，大陸在及短時間內作了調整及因應：

在赴香港上市公司主體法律中，國家經濟體制改革委員會在一九九三年五月發布了《關於到香港上市的公司執行股份有限公司規範意見的補充決定》的通知，以及《到香港上市公司章程必備條款》的通知，這兩份文件彌補了《股份有限公司規範意見》對於上市公司規範上的不足之處。

大陸國家經濟體制改革委員會於一九九二年五月十五日所發布的《股份有限公司規範意見》，其係為依照大陸行政立法程序所制定的具有行政規章效力之文件，為求符合在香港上市的法律要件需求，國家經濟體制改革委員會所特別發函給香港聯交所，其中提及，「一九九三年五月發布之《關於到香港上市的公司執行股份有限公司規範意見的補充決定》是為境內股份有限公司的股票到香港上市交易所所做的特別規定，與《股份有限公司規範意見》具有等同的法律效力。直接到香港發行股票和上市交易的股份有限公司，其組建和成立後有關事宜必須執行《關於到香港上市的公司執行股份有限公司規範意見的補充決定》和《股份有限公司規範意見》。」¹⁴

大陸發布《關於到香港上市的公司執行股份有限公司規範意見的補充決定的通知》以及《到香港上市公司章程必備條款》¹⁵作為大陸境內企業赴香港上市的

¹⁴ 相關函件為全名為「國家經濟體制改革委員會關於《股份有限公司規範意見》和《關於到香港上市的公司執行股份有限公司規範意見的補充決定》致香港聯交所的函」，體改函生【1993】74號。

¹⁵ 《到境外上市公司章程必備條款》發布已經超過十年，近年來由於大陸上市公司的管理逐步規範，亦針對市場環境陸續發布了《關於在上市公司建立獨立董事制度的指導意見》、《上市公

特殊必須符合相關規定，主要在於大陸國有企業在轉換體制為上市公司或是以香港作為上市發行股票，其法律體制結構和國際慣例不符，間接說明大陸在對於上市公司的要求條件較為寬鬆，而國有企業的體制結構也和國際管理存在較大的落差。

一九九四年八月，國務院發布《關於股份有限公司境外募集股份及上市的特別規定》，這是股份有限公司依法募集境外上市外資股份的一個重要行政法規。因為在公司施行之後，其內容結合了股份有限公司境外募集股份及上市的特殊情況，史記外上市更有法令基礎¹⁶。

在給予香港聯交所的函中，至少對於《股份有限公司規範意見》的具體內容作了幾個調整：（一）《股份有限公司規範意見》第二十四條所述「公司的股份按投資主體分為國家股、法人股、個人股和外資股」，並不影響同股同權的原則；（二）《股份有限公司規範意見》第二十八條第四款所指的董事長在股票上簽名，可由董事長親自簽署或印刷簽署；（三）《股份有限公司規範意見》第四十二條第二款、第三款的規定，與《股份有限公司規範意見》第一條規定的原則是一致的，即股東以期認購的股份為限對股份有限公司承擔有限責任，並無超出第一條規定的其他件；（四）《股份有限公司規範意見》第四十三條第六款所述董事、監事的報酬，包括（但不限於）失去職位所獲賠償與退職有關的代價而支付的款項；（五）《股份有限公司規範意見》第五十五條第二款關於「董事應執行股東會決議」的規定，係指股東會依照《股份有限公司規範意見》第四十三條所做的決議；（六）《股份有限公司規範意見》第六十二條所述誠信責任（fiduciary duty），與香港法律中的誠信責任具有類似的含義，該等責任包括（但不限於）《到香港上市公司章程必備條款》中所列有關董事和高級管理人員所負義務的各項原則；

司治理準則》、《上市公司治理準則》等規定或準則，這些規定對境外上市公司有其引導作用。對此，大陸有必要就到境外上市公司章程必備條款作一修正，以符合現狀。

¹⁶ 馬慶泉主編，1978-1998 中國證券史，中信出版社，2003 年 8 月，第 328 頁。

（七）《股份有限公司規範意見》第九十五條第五款的含義為：公司因違反國家法律、法規及《股份有限公司規範意見》，並危害社會公共利益被依法撤銷¹⁷。

在會計制度方面，大陸財政部不僅因應股份有限公司的具體需求對會計制度作了調整，同時隨著市場經濟發展的需要，立法機關並在一九九三年對於一九八五年所頒布施行的《會計法》作了修正¹⁸，新法拋棄了在計劃經濟體制結構下沿用已久的會計制度，代之以權責發生制為基礎的全新《企業會計準則》和《企業財務通則》，此二會計制度並在一九九三年七月一日正式施行。針對在香港上市的需求，又專門制定《關於股份制試點企業股票香港上市有關會計處理問題的補充規定》以為適用。其中就外幣業務、壞帳準備、存貨、長期合同工程、非常項目、長期投資、遞延稅項、借款費用資本化、股東權益、或有事項和資產負債表日以後發生的事項、子公司的會計報表等會計事項作了明確的界定與調整，以期會計制度適用上的方便。

但是與 B 股市場相比，H 股市場的發展呈現出以下兩個不同的特點：上市公司多為大型、特大型企業，48 家 H 股公司算術平均總股本為 76.9 億股，算術平均 H 股為 14.55 億股，這兩個指標都遠遠高於 B 股上市公司；H 股上市公司大多屬於基礎行業，是各行業的龍頭企業，對本行業及上下游行業影響深遠。

貳、H 股市場發展的歷程

¹⁷ 參見「國家經濟體制改革委員會關於《股份有限公司規範意見》和《關於到香港上市的公司執行股份有限公司規範意見的補充決定》致香港聯交所的函」，體改函生【1993】74 號。

¹⁸ 大陸自 1992 年改革會計制度，實施《企業會計準則》和《企業財務通則》，參考國外規範的會計行為和立法經驗和通行作法，在新的經濟情勢的需求下，《會計法》在 1999 年 10 月作了第二次修正。其主要修法內容在於補充、完善會計核算和會計記帳的基本制度和規則，強化單位負責人對本單位會計工作和會計資料真實性、完整性負責的責任制，增加會計人員的資格管理，強化對會計活動的制約和監督，加大對違法行為的處罰力度等。參見項懷誠，關於中華人民共和國會計法（修訂草案）的說明，全國人大常委會公報 1999 年第 6 號，第 537 頁。

H 股市場的發展經歷了以下幾個階段：

第一階段，H股的發行受到境外投資者的超額認購，掀起了對大陸投資熱潮，但隨後由於種種原因出現發行市場籌資困難，交易市場則持續低迷。一九九三年大陸九家H股預選企業中陸續在香港發行成功，掀起了搶購H股，投資大陸的熱潮，籌資近 70 億港幣，交易市場上恒生國企指數也創下了歷史高點¹⁹。

國際投資者之所以表現出如此熱情，主要是想通過參與H股來分享大陸經濟高速增長的成果。而H股之上市對於大陸本身而言，是一種對境外投資者的試點模式，在選擇境外上市的企業皆屬大陸重點企業²⁰，但由於大陸經濟進入調整週期並實行一系列改革措施²¹，同時大部分H股公司改制不徹底，上市後業績大幅滑坡，資訊披露不規範，缺乏與境外機構投資者的交流，H股的形象因此受損，交易市場出現了調整和低迷期，進而導致發行市場中H股的發行也出現了困難，有的甚至一上市便跌破發行價，嚴重挫傷了投資者的信心²²。1994 年、1995 年、1996 年H股市場基本延續了持續低迷的發展態勢。

由於H股上市公司在香港掛牌上市，很大程度也受到香港市場環境的影響，例如一九九四年以後，主要發達國家尤其是美國經濟開始復甦，投資需求增加以

¹⁹ 大陸企業在香港上市之初風光無限，肇因為它們都是各省市的窗口企業，大多數屬於基礎產業和公共事業，具有行業壟斷性。

²⁰ 第一批獲准在香港上市的國有企業分別為：青島啤酒股份有限公司、上海石油化工股份有限公司、廣州廣船國際股份有限公司、北人印刷機械股份有限公司、昆明機床股份有限公司、馬鞍山鋼鐵股份有限公司、儀徵化纖股份有限公司、天津渤海化工股份有限公司和東方電機股份有限公司。這些公司幾乎都是大陸在各種行業上的翹楚企業。

²¹ 從 1994 年初開始，大陸政府發布一系列的財政、稅收、金融和外匯改革措施，包括統一內地企業所得稅、降低部分進口產品關稅、對外商投資企業及內地企業的外匯實行結售匯制等。從長遠看，這些措施對於全面改善宏觀管理，創造一個良好市場競爭環境具有積極之作用。但這些改革也會讓境外投資者因部不瞭解這些改革之意義，認為是對H股的利空消息，多少使H股的股票市場現出現不利影響。這也充份說明，H股在香港的表現也會受到大陸內地經濟改革的影響。

²² 劉鴻儒編。中國企業海外上市回顧與展望，中國財政經濟出版社，1998 年 3 月，第 135 頁。

及股市持續上揚，使大量資金從亞太市場迅速回流，香港市場受到極大衝擊，H股股價亦隨之回落。亦即香港股票市場的整表現也反映在股的市場價格與市場形象²³。其主要原因在於：業績不良、管理曾不熟悉海外的法令以及不善於維護與海外投資者的關係、信息披露存在問題等²⁴，其實這也是大陸將上市公司推向境外所必須面臨的另一個關切點。

第二階段，一九九七年是H股大力發展推進的一年。十六家規模龐大、盈利能力強、地域分佈多樣化的公司先後在香港發行上市，使H股的產業結構發生了質的變化。同時，一九九七年香港回歸大陸，已上市H股的公司紛紛實施重組計畫，再次掀起了境外投資者投資大陸的熱潮²⁵。海外基金等機構投資者、仲介機構、香港居民均加大了對H股的投資比重，希望能因此分享大陸經濟發展的成果，國企指數在短短一個月的時間裡創下了歷史次新高點。但一九九八年初，受到東南亞金融危機影響，香港也受到很大的衝擊，香港地產市價累計跌幅為 45% 到 50%，由於地產股在港股中所占比重最大，地產價格的大幅下跌，帶動了港股大幅下跌，H股國企指數再次暴跌，絕大部分H股跌破了發行價甚至跌破了面值。在此後兩年多的時間裡，國企指數一直在低位徘徊。

第三階段，二〇〇〇年在行業中處於壟斷地位的中石油、中石化等企業在香港融資上市，H股市場的融資功能才得到了較好的恢復，股票交易市場上，H股市場也從二〇〇〇年底開始走出多年的低檔的陰霾。H股市場是大陸內地企業嚴格按照國際資本市場要求，到境外直接上市的一項重要試點。自青島啤酒股份有限公司成功地在香港發行H股並上市開始，大陸國有企業境外上市得到迅速發展，到目前為止境內註冊、境外上市的內地企業（H）股已達八十一家，在香港、紐約、倫敦、新加坡等主要的國際資本市場掛牌上市，累計籌資約 185 億美元；

²³ 劉研，中國企業海外上市問題研究，改革，1997 年第 6 期，第 36 頁。

²⁴ 張松齡，H股H股指數H股指數期貨，中國證券報，2004 年 2 月 2 日第 11 版。

²⁵ 范寅，H股公司前景廣闊任重道遠，上市公司，1998 年第 9 期，第 36 頁。

在境外註冊，由中資控股並在香港上市的大陸公司（紅籌股）70 餘家，累計籌資約 437 億美元。爲了增進國際間的監管合作，加強大陸內地企業境外上市的資訊披露，中國證監會還與十九個國家或地區的二十家證券監管機構簽署了證券監管合作諒解備忘錄²⁶。

參、內地企業境外上市的經驗

總結十餘年來，內地企業境外上市的經驗，大陸內地企業境外上市對大陸證券市場發展，乃至於大陸經濟體制的改革有著積極的促進作用。境外上市不僅僅在更多地取得資金的管道，大陸如何藉此一模式對本身企業的公司治理有一審慎的調整與建構一個貼近國際規範的企業治理模式，才是一個必須發展的道路。

（1）大陸內地企業境外上市，探索了一條循序漸進，穩步與國際市場銜接的改革路徑。回顧大陸內地企業香港上市的过程，首先是比較中國內地企業在法律、行政監管體制、企業治理結構與境外上市公司的差異²⁷；其次是依據找出的差異，進行適當的政策調整；第三是符合國際標準的要求，促使其企業走向海外市場，這對大陸經濟如何邁入全球化、國際化具有借鑒意義。

（2）大陸內地企業境外上市，推動了國有企業，尤其是大型國有企業向股

²⁶ 依照大陸證券市場的發展狀況、監管能力和加入世界貿易組織的有關承諾，大陸證券市場將採用循序漸進、逐步推進、穩步開放的原則，與其他國家跨境監管的加強，將進一步促進大陸資本市場在加入世界貿易組織後的對外開放與合作。尤其在《外資參股證券公司設立規則》、《外資參股基金管理公司設立規則》以及《合格境外機構投資者境內證券投資機構管理暫行辦法》順應其加入世界貿易組織承諾，均規定外資提出申請的條件之一是其所在國家證券監督機構已與中國證監會簽訂合作諒解備忘錄，並保持有效的監管合作關係。截至 2002 年底，大陸已經和香港、美國等二十個國家或地區簽署了項備忘錄。詳參見中國證券監督管理委員會公告，2002 年第 12 期，第 53 至 54 頁。

²⁷ 大陸在香港上市的企業，雖為上市公司，雖為在海外的上市公司，但是整個企業結構與組織行為都是帶有濃厚國有企業的思維與操作，與境外投資者的訴求存在差異，這也導致國外投資者對於大陸的境外企業並無太大的信心所致。

份制企業（股份公司）的轉換，探索了國有企業如何向上市公司轉換和怎樣轉換的途徑。一是資產剝離、資產評估、資產折股，明確了國有企業究竟應該如何逐步轉變為規範的股份公司；二是主輔分離。控股公司和上市公司分離，明確類別股東投票制度，界定董事職責與法律責任，界定董事會和高級管理人員的職責，有利於公司治理結構的形成；三是界定關連交易、同業競爭、資訊披露，增強市場約束力和內控機制。

（3）大陸內地企業境外上市，為大陸政府行政管理體制的改革提供寶貴的經驗。推動了以國際準則為內容的股份制企業會計制度實施；推動了所得稅制、土地使用制度、企業財務制度的改革；從實際操作中學習證券上市規劃、監管理念與制度，以及對上市公司透明度的監管。

（4）大陸內地企業境外上市，為大陸證券市場的規範化、國際化摸索了經驗。國際化是一套標準體系，是一套準則體系，是一套符合市場原則的程序體系。境外上市推動了按國際準則要求製作招股說明書，形成股票發行審核的市場化機制；境外上市使大陸學習投資銀行的運做技巧；境外上市使大陸懂得在市場經濟條件下的定價原理和經營管理人才的市場價值。而境外市場募集資金多，市場價值高，強勁的資金實力能夠保障境外市場在對應鉅額融資時有更大的迴旋餘地。融資便捷、投資者成熟又是它的另一魅力。例如，在大陸境內企業上市融資從最初的股份制改制直到最終發行，往往需要三年時間，而境外上市融資大多在一年內便可實現。時間的因素也是境外上市的一個重要因素²⁸。

第四節 境外上市：市場融資與市場結構的矛盾

壹、H 股的結構性弊端

²⁸ 境外上市魅力何在，金融時報，2004 年 4 月 18 日，第 2 版。

H 股市場存在的主要問題是其自身缺乏可持續發展的能力，這與 H 股上市企業在境內，H 股交易市場在境外的市場結構有關。

1、H 股上市公司重融資，輕改制，上市行為短期化

融資與改制本是大陸利用 H 股市場的兩大目的，但是在實際運作中，H 股公司上市前的改制係以上市作為訴求，並沒有經過實質性重組，一些大型國有 H 股公司長期以來政企不分，所有權與經營權不分，大多數公司只注意了資本市場的融資功能，忽略了從機制、管理上與國際市場接軌，對上市以後如何利用香港資本市場的環境和要求來使企業在管理上取得改善，並未做嚴格的訴求。一些行為嚴重損害了 H 股上市公司的市場形象，導致境外投資者對 H 股公司的不信任，為進一步籌資造成了困難。

2、H 股上市公司賴以生存的政策環境不穩定

最初 H 股上市公司受到境外投資者的青睞，與大陸政府給予的種種優惠政策有著密切的聯繫。由於得能成為 H 股上市公司大多數是各行業中的大型、特大型企業²⁹，在行業中處於壟斷或者政府所給予的某種特許經營的優惠。但隨著內地市場經濟體制改革的深入，尤其是國企改革「抓大放小」政策的深入發展，大多數行業由於民營資本的參與，均已經實現了完全競爭，即使少數關係國計民生的行業，如電信、電力、石油等，大陸也採取了鼓勵適度競爭的行業寡頭壟斷的政策。這對相關的 H 股上市公司產生了很大的衝擊。

²⁹ 在計劃經濟體制的結構下，大陸對於企業的規模一直劃分標準作為區別對待，亦在不同時期做出劃分標準，其標準亦有不同。諸如 1962 年以按固定資產價值，1978 年按年綜合生產力，1988 年發布《大中小型工業企業劃分標準》，按不同行業的不同特點作劃分：特大型、大型、中型、小型四類，1992 年以及 1999 年亦曾做出劃分的標準的修正。其中，年銷售收入和資產總額均在 5 億以上、5000 萬元以上者，皆為大型企業。儘管這些劃分並不精確，但某些層面是足以說明，得能在香港上市發行 H 股的企業都是大陸的重點企業，其規模都不可謂小型。

3、H 股上市公司業績低於境外投資者預期

H股上市公司的經營業績不良，國企H股上市公司所披露的業績報告與招股說明書中披露的盈利預測差距很大，令投資者失望。研究表明投資者投資H股虧損的概率要遠遠高於投資其他市場的概率，從 1994 年到 2000 年底，投資H股的平均年收益率為-9.69%,遠遠低於同期恒生指數的平均年收益率 12.15%。長期投資的回報率為負，嚴重挫傷了境外投資者的熱情。由於資金與技術到管理經驗都落後於國外公司，競爭力弱，使得H股公司利潤年年下降，甚至由盈轉虧，使得投資者的預期更為失望³⁰。

4、H 股公司缺乏與境外機構投資者的交流

由於 H 股上市公司都是由原來的國企改制而來，企業缺乏參與資本市場的經驗，不清楚投資者需要什麼，與投資者缺乏交流，更缺乏主動為投資者服務的意識，不積極主動地去瞭解境外投資者的需求，沒有對自己的公司進行積極的推介，尤其是遇到重大的資訊披露事件時，反應遲鈍，對投資者的質詢反應不及時，導致境外投資者對 H 股上市公司的不信任，H 股市場的市場價值未能充分體現。

貳、國企香港上市：香港市場發展和證券組合投資的最優選擇

相對 B 股市場而言，H 股市場是大陸證券市場國際化向更接近國際資本市場水準前進的一種選擇。但能否把 H 股作為大陸證券市場國際化的發展模式呢？審慎評估其具體環境所得之答案為否定的。因為 H 股市場仍然是一種間接證券市場國際化方式，只是允許境內企業到境外去進行股票籌資，不涉及本土市場（Home market）的上市規劃、監管制度和市場運行。另一方面，香港畢竟與內地證券市場還有區別。所以，從大陸證券市場國際化的定位分析，H 股市場仍是

³⁰ 范寅，H股公司前景廣闊任重道遠，上市公司，1998 年第 9 期，第 36 頁。

一種過渡選擇。與之相對應，H 股市場的發展對策有以下幾點：

1、充分發揮香港的國際金融中心作用,使 H 股成為吸引境外證券組合投資的主要形式

香港係為國際金融中心之一，不僅擁有成熟的資本市場、健全的證券監管體制、全面的金融服務，還擁有暢通的資訊、優良的基建設施、極具深度的金融市場及專業管理技能，這是大陸證券市場所不具備；香港本身具有與內地相近的文化背景和社會觀念，這相較於美國等西方成熟的資本市場而言也是一大優勢。另一方面，香港股票市場具有國際性，對亞洲地區具有輻射性作用。因此香港已成為內地企業境外上市的主要地點，雖然大陸已經加入了 WTO，但國際金融中心的建立不是一朝一夕之間就能完成，香港的優勢在今後一段較長的時間內仍將存在，因此香港仍將為內地企業在境外上市的重點，大陸仍應該充分利用香港市場，充分發揮其橋樑和仲介的作用。

2、繼續鼓勵大型國企以 H 股或紅籌股形式在香港上市，同時提供民營企業香港上市的融資便利

推動內地企業來港上市方面，民營企業固然是很重要的來源，但其規模和質量都是有限的。繼續推動大型、特大型國有企業來港上市則是根本性的市場動力，利用目前內地證券市場融資規模小和外匯管制的限制，把內地的大型企業吸引到香港上市，對內地和香港都是非常有利的。

在大陸證券市場尚未成熟的狀況下，股票市場吸引高質量公司上市還是非常困難。儘管企業在大陸內地上市，市場對其估價可能會高於海外的其他股票市場，但是在缺乏重要的機構投資人群體的情況下，企業從 A、B 股市場中能夠籌集的資金卻是非常有限。此外，A 股市場的高換手率，也使得大規模的籌資很難

進行。其結果是一些優秀的大型企業更願意到海外上市³¹。

從大陸境內的角度來看，鼓勵大型企業到香港市場上籌資上市有其必要：

首先，大陸境內證券市場承受能力有限，而且大陸境內投資者對中小型上市公司的股票比較偏愛，而大型股上市公司一直得不到投資者的認可，市場對其存在一種恐懼感³²。而香港作為一個國際化的市場，其承受大規模融資的能力明顯強於內地市場。此外，對於境外投資者而言，公司市值的大小是左右投資者投資的重要因素，境外的基金管理者在投資新興市場時一般非常注重對流動性的要求，因此，大陸內地大型、特大型上市公司更能得到境外機構投資者的認同。從二〇〇〇年以來無論是中石化、中石油是中國移動、中國聯通等大盤股都受到了海外投資者的青睞可以得知。

其次，實行股份制改造並到海外上市是大陸境內大型國有企業應對入世挑戰的必要之路。對於大型國有企業改制而成的上市公司而言，能否以發行 H 股並引入境外投資者為契機，改善股權結構，實現政企分開，所有權與經營權分開，通過一系列委託代理關係建立規範的公司法人治理結構，使公司能夠真正按照市場化和國際化的要求進行管理和經營，將是它們應對未來激烈的國際競爭的關鍵。儘管在境內資本市場發行股票並上市也可以實現引入外部股東，改善公司的股權結構的目的，但對於大型國有企業而言，未來的競爭將主要來自於境外的一些跨國公司，到海外上市可能會更有利於這些公司樹立國際化經營的觀念，同時境外資本市場與境內市場相比要求更為嚴格一些，運作更為市場化，到海外上市一方面對這些公司施加的壓力會更大一些，同時也能給他們提供一些進行實質改革的挑戰，而這些改革措施在大陸境內可能會受到各種各樣的約束。總體而言，

³¹ Stoyan Tenev and Chunlin Zhang with Loup Brefort, *Corporate Governance and Enterprise Reform in China*, World Bank and the International Finance Corporation (2002), at 111.

³² 這個原因從國有減持的事件便可以清楚的認識到，一個大型股的上市公司股份結構中，非流通股佔有較大的比重之際，在逐步朝全流通股的是一個發展趨勢之際，其變化是可以想像的。

大型國有企業發行 H 股並到海外上市效果可能會更好一些，因此可以預期今後一段時間大陸仍會鼓勵大型國有企業通過發行 H 股並到海外上市，把這些企業推向國際資本市場，以不斷提升這些企業的國際競爭力。

從香港的角度來看，吸引內地各行業的龍頭企業到香港上市，有利於香港證券市場規模的擴大、結構的調整和產品的創新，從而不斷吸引全球資本的流入，提升香港作為金融中心的競爭力。H 股在香港股票市場有其重要性，就投資者而言。如何專注此一市場的同時，投資風險便顯得極為重要，致使 H 股指數³³的推出，很大程度也是香港對於大陸企業在香港上市的風險性管理的一個重要指標。

3、H 股市場只是大陸證券市場國際化過程中的一個過渡階段，在人民幣不能自由兌換前，不宜允許境內投資者進入香港證券市場

H 股市場對內地居民開放，應該成為大陸證券市場國際化的一項中長期政策。當一種貨幣成為世界金融業關注的焦點時，一定會吸引大量國際游資的炒作。人民幣升值預期日益加深 H 股上漲的動力。實際上，大陸境內外資本渠道正在逐漸連通，從資本市場上來看，H 股、B 股、A 股市場的 QFII 都是連接境內外資金渠道，只是形式不同而已³⁴。目前香港輿論界和內地有關部門都在討論和研究 QDII（合格境內機構投資者）的建議，希望境內允許合格的機構投資者將境內的外匯資金投資到香港股票市場中，比如 H 股市場，一方面啟動 H 股市場，恢復

³³ H 股股票期貨指數，是一種以股票價格指數作為標的物的金融期貨合約。股市投資者在股票市場上面臨的風險分為兩種。一種為股市的整體風險，又稱為系統指數，即所有或大多數股票價格的一起波動風險。另一種為個股風險，又稱之為非系統風險，即持有單個股票所面臨的市場價格波動風險。通過投資組合，即同時購買多種風險不同的股票，可以較好地規避非系統風險。香港證交所在 2003 年 10 月 8 日推出的 H 股指數期貨產品，在旗下期貨交易所進行賣賣。H 股指數期貨的相關指數為恒生中國企業指數（HSCEI），它是由恒指服務有限公司編纂及計算的市值加權指數，該指數反應主要 H 股的走勢。該指數的成分股為 32 家在主版上市的主要 H 股公司。參見為何推出 H 股指數期貨，經濟日報，2004 年 3 月 27 日，第 2 版。

³⁴ 張書東，H 股板塊狂沙吹盡始見金，證券日報，2003 年 10 月 8 日，第 6 版。

市場的融資功能；另一方面有利於香港克服東南亞金融危機以來所遭遇的經濟衰退。對於QDII必須認識到其對證券市場國際化的影響³⁵。

H 股市場面臨的最大問題是 H 股市場缺乏可持續發展的能力，這主要是 H 股上市公司自身造成的。H 股公司僅注重了資本市場的融資功能，而忽視了適應市場的要求轉換經營機制，表現側重籌集資金的特徵非常明顯，不注重對投資者的投資回報，由此降低了投資者的信任。要想改變這種狀況，必須正本清源，亦即提高上市公司的經營業績和公司治理水平，建立真正的現代企業制度，只有實現真正的改制，並給投資者以業績回報，取信於投資者才能實現改制與融資的良性互動。

由於受到不同市場環境和文化的影響，境外投資者可能會對 H 股公司存在一定的不認同，但不應是問題的關鍵，隨著 H 股公司運作規範程度的提高以及市場規模的擴大，境外投資者對 H 股公司的認同度會提高。境外投資者對 H 股公司的看法不會僅僅因為 QDII 的推出發生變化，相反 QDII 的推出可能會促成新一輪的股市波動，短期內對香港股市具有刺激作用，從長遠來看對香港市場並無好處。比較而言，循序漸進的放開外匯管制，逐步推進人民幣可自由兌換的效果可能會更好。

4、必須著重大陸證券市場國際化與香港國際金融中心的長遠關係

由於人民幣不可自由兌換，企業上市地和企業所在地分離、投資者和股票市場分離，造成目前 B 股市場和 H 股市場都存在一些不容易解決的結構性問題。隨著大陸證券市場國際化程度日益提高，香港、上海、深圳三個證券市場如何定位，則是大陸證券市場國際化不可回避的問題。至少有這樣幾個關係必須加以著

³⁵ 香港提及QDII企圖將大陸資金流向香港，以改善香港股市的疲軟狀態，並振興香港經濟，保持其長期繁榮。這使得QDII的政策帶有濃厚的政治性味道在其中。參見李茂生、苑德軍主編，中國證券市場問題報告，中國社會科學出版社，2003年1月，第26頁。

重：

一、必須研究內地與香港證券市場法律制度與監管制度的關係。從長遠看，內地企業到香港上市將成為香港證券市場發展的主要來源，目前新加坡證券交易所和香港聯合交易所在爭奪大陸內地企業上市問題的競爭已經說明了這一點³⁶。隨著大陸經濟發展成為世界經濟的焦點之一，國際資本通過證券形式流入大陸必將日益增加，世界主要資本市場都有希望大陸內地企業上市的需求。經過H股市場的摸索，內地與香港的法律制度和監管制度所存在差異，成為溝通投資者與上市公司的主要障礙，影響了大陸內地企業的價值發現。同樣，香港證券市場對內地企業不甚瞭解，也成為如何實施有效監管的一個困難因素。加強內地與香港證券市場在法律制度與監管制度方面的連接，則有利於大陸證券市場利用香港把國際化問題處理得更好。

二、必須研究內地與香港證券市場的交替關係。由於大陸並未放鬆金融管制，行政審批色彩依然甚濃，使得香港成為大陸企業若能獲得上市的機會之後，香港證券市場相對具有自由體制上比較優勢。不過在大陸加入WTO的情況下，隨著上海證券市場的發展，放鬆金融管制將是必然趨勢。證券市場重心的轉移，無論是行政性轉移，還是市場競爭性轉移，必然會帶來資本、證券市場機構、投資者的轉移³⁷。亦即香港會不會發生「金融空洞化」的問題？從香港方面來講，

³⁶ 目前新加坡證券交易所中具有中國背景的上市公司共有 19 家，約佔新加坡交易所中外國企業總數的 20%。其中中資企業有 11 家，包括廣州越秀、亞細亞陶瓷、亞洲創業、鷹牌控股、天津中新藥業、中翔鷺橋、蛇口招商港務、潤迅通信、電子科技軟體、大眾食品、聯合食品、中航油等；主要業務在中國的公司有 4 家，分別是亞洲電力、原光亞明、龍置地、上海聯合水泥；中國股東控股的新加坡公司有 4 家，分別為中遠投資、中國招商亞太、百嘉力、浙江電池。赴新上市匯出路線圖，中華工商時報，2003 年 6 月 16 日，第 7 版。

³⁷ 在大陸於 2004 年年初由國務院發布《關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見》之後，大陸證券市場的開放將更進一步。其中的七大措施都是針對證券市場中敏感問題提出解決原則和具體措施，諸如鼓勵合規資金入市、重視資本的投資回報、積極穩妥地解決股權分置問題、拓寬證券公司融資渠道、提高上市公司質量、歸案上市公司運作等。這無疑使大陸證券市場的開

需要研究這種轉移發生的可能性、過程和替補對策。從內地來講，則需要研究這種轉移帶來的問題。

第九章 其他股份的概要淺析

壹、外資發起人股

外資發起人股基本法律特徵：

- （一）持股人爲境外法人，是公司改制前中外合資企業的外方出資人；在公司設立或者首次申請公開發行股票時，其法人對公司的出資人資格已經由大陸外商投資管理部門出具文件確認；
- （二）在公司設立後三年內，受《公司法》第一百四十七條的約束，亦即「發起人持有的本公司股份，自公司成立之日起三年內不得轉讓」；
- （三）可以向特定對象轉讓，但需經由大陸外商投資管理部門出具文件確認；如向境內法人轉讓，可能涉及變更公司中外合資企業性質；也要按照證券管理部門的要求履行信息披露義務，辦理登記過戶手續。
- （四）上市流通問題尚未公布有關規定；
- （五）公司設立超過三年的，證券管理部門要求公司仍按照外資發起人股披露，包括因公司上市後配送股、轉股、配股所產生的增量。

貳、募集法人股

此類股份有以下的情況：

- （一）原定向募集公司設立時向境內法人募集的股份，其中有以法人名義登記、實際由個人或集體出資的實際情形；
- （二）公司設立超過三年，並且公司已經上市，原發起人將股份依法轉讓給

境內法人持有；

（三）可以在境內法人之間協議轉讓，並按證券管理部門的要求履行信息披露義務，辦理登記過戶手續。

（四）上市流通問題尚未公布有關規定，包括因公司上市後送股、轉股、配股所產生的增量。

參、優先股或轉配股

轉配股是指在增資配股之時，國有股股東或法人股股東放棄其分配權，按一定比例將配股權有權轉讓給社會公眾股（自然股股東）進行配股而形成之股份。轉配股係由國有股或法人股所衍生，而由社會公眾股所持有。

轉配股產生於一九九四年至一九九七之間。其特徵為：

（一）上市公司實施配股時，其國有股股東單位或法人股東有償出讓配股權，通過證券交易所的交易系統向社會公眾轉讓；

（二）社會公眾向公司繳納配股款的同時，繳納股權受讓費用，由國有股股東單位或法人股東收取；

（三）所有因此產生的轉配股及因公司送股、轉股、配股所產生的增量分別在上海或深圳證券登記及算公司託管，被技術鎖定而不能上市流通，但同其他不上市流通股一樣，可以領取紅利或接受紅股，因繼承、法院裁決等原因而導致持有人變更的，上海、深圳證券登記結算公司可以辦理過戶手續。

（四）曾有機構提出收購該等股份的申請，但未獲批准。

肆、人民幣普通股（A 股）

- （一）公司首次上市流通股票的數量經中國證券監督管理委員會核准或是認可；由於公司送股、轉股和配股而產生的增量隨時上市流通；
- （二）持有者限於境內公民或法人；
- （三）理論上屬於記名股票，以無紙化的形式通過證券交易所的電腦系統交易，在其交易過程中，分別涉及投資人、證券經營機構、證券交易所和登記結算機構之間法定權利義務的交叉與轉換；
- （四）曾有機構提出協議方式直接轉讓該等股份，未獲批准。
- （五）因繼承、法院裁決等原因而導致持有人變更的，可以通過上海、深圳證券登記結算公司及其代理機構辦理過戶手續。

第十章 結 論

大陸國有企業制度朝向公司化的方向，取決於兩個基本要素：一是企業的產權的清晰化，二是企業股份產權的流通性。如果說前者是通過股份的載體在微觀市場經濟的運行，那麼後者是通過資本市場的形成，在宏觀上完善市場經濟的運行機制。那麼長期以來把國有企業改革與市場改革分開考慮的傳統改革思路，已經不能適應大陸改革向縱深發展的需要。而證券市場中這麼多的上市公司本身也都是由國有企業改制而成，在既有體制在一開始便是有其體制上的制約，相對地對於證券市場的以向是不言而喻的。

對於當今的大陸股市來說，持續發展是基本目標，完善的法律規範也是不可或缺的，但是透過徹底的改革將既有的股份結構所逐步回歸一個正常的狀態，係遠比擴張發展與更為重要；無論是發展還是規範，都應該將既有的窠臼投入改革，一個朝向完善市場體系所需要的改革，這是決定中國股市命運的最基本的主題和最重要的課題。

大陸證券市場的進一步改革必須是以上市公司的產權變革為明確指向，以消除股權分裂和股本泡沫為基本任務，逐步解決上市公司與市場的全流通問題，以便為從根本上解決大陸股市中的種種矛盾和問題創造最重要的制度條件。

過去以搭建市場平台和建立運行規則為主要內容的大陸證券市場改革，已經走了十幾個年頭了。儘管法制規範仍存在不少的缺陷，但是相對於一個從無到有，累積不少痛苦經驗與摸索，整體上算是有一個初具規模的管理體系與機制存在。

在過去的十幾年中，大陸證券市場無論是對大陸的經濟改革還是對經濟發展都起到了巨大的推動作用。證券市場的建立，在原有的龐大和凝固的計劃經濟與

行政體制中打入了一個巨大的「楔子」，從而在行政機制與市場機制的對抗中逐漸扶植起了日益成長的市場力量；證券市場的建立，打破了原有的所有制格局與社會融資格局，具有較強的財產約束與利益約束的現代法人制度的雛形，開始在大陸的經濟體制中出現，直接融資在社會融資體系中也越來越佔有重要地位；證券市場的建立，為社會大眾提供了最直接、最便捷的投資渠道，大陸社會開始逐漸形成了社會化的投資體系與投資格局；股市的建立，還直接促進了投資者與整個社會金融意識的培育，投資意識、投機意識、利率意識、風險意識和信用意識的培養和建立，對大陸經濟改革與發展都起到並將繼續產生長期的、持續的和深刻的影響，同時還將對大陸經濟的市場化與國際化進程起到重大的助推作用。

以上海、深圳股市建立為契機的大陸證券市場實在是功不可沒，它在促進大陸社會化的財產整合制度、社會化的風險承擔體系與社會化的企業評價機制方面所具有的功能與所起的作用，都是其他任何市場與任何機制所無法替代的。

然而，正如任何事物都具有兩面性一樣，大陸證券的第一次革命在推進過程中也表現出了明顯的並且是巨大的局限性。由於在上海、深圳股市建立時市場經濟理論還沒有得到確立，資本與資本市場還沒有取得相應的合法地位，股票市場也還僅僅局限於「試驗」，因而市場在發展中不得不「摸著石頭過河」，走一步看一步，使得證券市場出現了嚴重的功能扭曲與結構變形。

正是由於大陸證券市場中的行政權力過於強大，市場力量抵禦不過行政的力量，因而以忽視股票市場的制度基礎——上市公司的產權制度改革為特徵的證券市場在過去的改革已經出現了明顯的衰竭徵兆，市場發展的內在動力已經嚴重不足。從開市以來，大陸證券市場在一定程度上已經成為行政權力與行政機制的附屬物，這就使得本應在大陸經濟衝破舊體制過程中起先鋒作用的股市，卻被改造成了計劃經濟與行政體制的一個堡壘，並且在現有的行政管制框架下，已經很難走出計劃經濟與行政體制的窠臼，也很難引領大陸經濟發展走向現代市場經濟的

彼岸。

以一個單一上市公司為例，在其股份結構中區分為流通股與非流通股，流通在外與靜止不動的非流通股在股價上截然不同，這便是一個極為弔詭的事物。而更重要的是這種結構影響著整個上市公司的經營發展。在證券市場開幕之際，既有的國有企業格局以及遷就這種格局下所形成的股份結構，說明著大陸在像市場經濟的轉變是不完全的，而且，只要繼續把國有制主導地位作為一項目標，這種不完全性將會繼續存在。只要國有股、法人股這種非流通股的地位的約束條件不變，大陸證券市場便不可能形成一個能夠充分發揮作用的市場。

既有的證券市場是在舊有制度尚未被淘汰的情況下引入，並且是從現存的制度安排中浮現出來。亦即股份結構中既存一個既有體制所遺留的國有股、法人股、職工股等，而隨著證券市場的運行，又需涉入新的管理規範，這種新舊制度並存，一直是大陸制度變遷過程中的一個顯著特徵。部分和逐步引進的新制度往往被傳統制度所包圍，雖然這些新制度並不完善，但一般來說是對於現存問題的靈敏反應。

股份經濟的內在機理來說，股份公司與股票市場是股份經濟的兩個輪子，這兩個輪子之間的協調與互動，不但直接決定著股份經濟的運行機制，而且也從根本上決定著股份經濟的運行效率。大陸證券市場之所以矛盾重重，運行的效率之所以比較低下，一個根本的原因是大陸在引進了股票市場這種現代市場經濟產物的同時，沒有建立起與之相配套的企業制度，從而形成了市場機制與行政機制、股票市場與國有企業的不正常對接，這不但造成了市場對企業的制度約束被大大弱化，而且也使得大陸為發展和完善市場所作的種種努力在實踐中或者夭折，或者大打折扣。

為了推進大陸證券市場的制度創新，並且以股市的制度創新來帶動整個經濟

體制的制度跨越，中國股市的進一步改革就必須以上市公司的產權變革為明確指向，以消除股權分裂和股本泡沫為基本任務，逐步解決上市公司與市場的全流通問題，以便為從根本上解決大陸股市中的種種矛盾和問題創造最重要的制度條件。在一個立法和司法體系不是健全的市場中，加上股權相對集中的上市公司股權結構，使得大陸的上市公司還欠缺對內部人和企業管理階層實施有效控制的法律手段和市場機制。

應當指出的是，大陸證券市場發展走到今天，不能繼續侷限在發展與規範的關係上繞圈子，對大陸證券市場規範與發展問題的認識需要有更高的視野。從現實來看，需要把改革這一主題放在最重要也是最突出的位置。對於當今的大陸證券來說，發展是硬道理，規範也是硬道理，但改革是比發展與規範更硬的道理；無論是發展還是規範，都應該服從於改革這一決定大陸證券市場命運的最基本的主題和最重要的課題。沒有企業制度的根本性改革，沒有市場機制的進一步完善，沒有市場關係的全方位浸潤，大陸證券市場的發展就只能是量的擴張，而不可能有質的飛躍；大陸證券市場的規範就只能是重形式而輕實質，甚至可能出現越規範市場反而越亂的局面。

總起來說，大陸證券市場該開始的主要任務是搭建市場平台和導入市場規則，使上市公司從原有的封閉型轉為開放型，從無規則運行轉向有規則運行，從間接融資轉向直接融資與間接融資相結合，並逐步向以直接融資為主過渡，從對政府的單純依附轉向對市場與政府的雙重依附；大陸證券市場當今的改革是股權結構，是要按照現代市場經濟的內在要求來重新塑造市場主體，以便切斷行政權力和行政機制與上市公司的「臍帶」聯繫，並且把財產關係與財產規則引入大陸股票市場，在財產關係與財產規則的基礎上，建立起利益關係與利益規則，從而使上市公司從國有或准國有企業轉變為現代企業。從這個意義上說，大陸股市進一步改革的任務將更加艱巨，其意義也將更加深遠。

作為一種深刻的和全方位的制度變革，大陸證券市場的改革需要整個社會的通力協作來完成。在這方面，政府應有解決股市矛盾的危機意識，管理層應有革命性的監管思路，市場應有創新型的組織結構，企業應有強約束的產權制衡，投資者應有市場化的發展思維與與時俱進的投資理念。可以預見的是，著眼制度創新而不因襲舊的體制，強化市場功能而不維護行政權威，樹立新的發展理念而不固守傳統局面，實施優勝劣汰而不拘泥於利益平衡，著力於行為規範而不能無度妥協，將成為這場革命的最主要範式和最重要基調，也將成為未來一個長時期中大陸證券市場發展的主旋律。

參考文獻

一、中文專著（大陸出版）

1. 川島武宜著、王志安等譯，現代化與法，中國政法大學出版社，1994 年 10 月。
2. 中國證券期貨監督管理委員會編，2004 年中國證券期貨統計年鑑，百家出版社，2004 年 5 月。
3. 孔祥俊，民商法新問題與判解研究，人民法院出版社，1997 年 2 月 2 刷。
4. 王文杰，國有企業公司化改制之法律分析，中國政法大學出版社，1999 年 5 月。
5. 王連洲、李誠主編，風風雨雨證券法，上海三聯書店，2000 年 6 月。
6. 汪良忠，探詢證券市場的理性，經濟科學出版社，2002 年 7 月。
7. 李茂生、苑德軍主編，中國證券市場問題報告，中國社會科學出版社，2003 年 1 月。
8. 林桂軍，人民幣匯率問題研究，對外經濟貿易大學出版社，1997 年 5 月。
9. 馬慶泉主編，1978-1998 中國證券史，中信出版社，2003 年 8 月。
10. 國務院轉批國家體改委，《關於在治理整頓中深化企業改革的意見》，1990 年 5 月。
11. 張承耀編，現代企業制度，中國鐵道出版社，1994 年。
12. 張憲初，紅籌股公司的法律特徵及其管治的若干問題，商事法論集第四卷，法律出版社，2001 年。
13. 張曙光主編，中國制度變遷的案例研究，上海人民出版社，1997 年 11 月 2 刷。
14. 曹爾階，中國證券市場研究與展望，中國財政經濟出版社，1994 年 3 月。
15. 程合紅、劉智慧、王洪亮，國有股權研究，中國政法大學出版社，2000 年 2 月。
16. 楊瑞輝、莫文光，中國證券市場透視，香港中文大學出版社，1997 年。
17. 劉鴻儒編，中國企業海外上市回顧與展望，中國財政經濟出版社，1998 年 3 月。
18. 冀延松、趙龍、趙密、何欣，B 股問題研究，中國證券市場發展前沿問題研究，中國金融出版社，2003 年 4 月。

二、中文專著（台灣出版）

1. 台灣行政院勞工委員會綜合規劃處編，員工分紅制度研究，1988 年 4 月。
2. 台灣經濟部所屬事業民營化諮詢委員會編，民營化政策建議書，台灣經濟部

編印，1996 年 1 月。

3. 胡代光主編，現代市場經濟的理論與實踐，商務印書館，1996 年 7 月。
4. 馬歇爾，經濟學原理（上卷），商務出版社，1994 年 6 月 5 刷。
5. 梁宇賢，公司法論，三民書局，1991 年 12 月。

三、外文專著

1. 武市春男，《イギリス會社法》，國元書房，1961 年。

四、英文專著

1. Estrin, Saul, and Sushi Wadhwani, "Profit-sharing in David Sapsford and afirisTzannates(eds.),Current issues in Labor Economics", New York: St. Martin's Press, 1989.
2. Fang Liufang, "Comments: China, at the Symposium: Captial Market and Financial services in the Pacific Rim: Prospects for Hamonization", 3 Law and Policy in International Business, 1997.
3. Lawrence M. Friedman, "Social Context of Legal change", Law and the Behavioral Science, 1969.
4. Pang Siu Kei, "Red-Chips' (China Affiliated Companies' Shares) Profitability, Attractiveness and Its Implication to Hong Kong Stock Market", Final Year for MBA Program of the University of Hong Kong, 1998.
5. Stoyan Tenev and Chunlin Zhang with Loup Brefort, Corporate Governance and Enterprise Reform in China, World Bank and the International Finance Corporation, 2002.
6. William A. Klein and John C. Coffee, Jr., "Business Organization and Fianance—Legal and economic Principles", Foundation Press, 5th Ed. 1993.

五、報紙

1. 上海證券報，2004 年 2 月 14 日，第 13 版。
2. 中華工商時報，2000 年 6 月 9 日。
3. 伍爭榮，建立集體持股制改造內職工股，中國證券報，1994 年 10 月 15 日。
4. 赴新上市匯出路線圖，中華工商時報，2003 年 6 月 16 日，第 7 版。
5. 馬廣奇，我國試行優先股的基本思路，金融時報，1995 年 12 月 28 日。
6. 張松齡，H 股 H 股指數 H 股指數期貨，中國證券報，2004 年 2 月 2 日第 11 版。
7. 張書東，H 股板塊狂沙吹盡始見金，證券日報，2003 年 10 月 8 日，第 6 版。
8. 張戡、陳亮，創新：B 股市場的出路與希望，中國證券報，2000 年 10 月 13

日。

9. 為何推出 H 股指數期貨，經濟日報，2004 年 3 月 27 日，第 2 版。
10. 境外上市魅力何在，金融時報，2004 年 4 月 18 日，第 2 版。
11. 聞岳春、程錦雁，B 股市場應向境內機構投資者開放，上海證券報，2003 年 10 月 10 日。
12. 聶慶平，B 股市場：國際化的過渡選擇與發展對策，上海證券報，2003 年 9 月 9 日。

六、中文期刊

1. 于緒綱，B 股低迷的制度分析，中國法學，1999 年第 6 期。
2. 王文杰，大陸 B 股股票發展的冷思考，實用稅務，第 315 期。
3. 王文杰，大陸證券法之評析，台北大學法學論叢，第 47 期，2000 年 12 月。
4. 王文杰，公司轉投資限制之探討，現代法學，1996 年第 1 期。
5. 王保樹，職工持股會的法構造與立法選擇，法商研究，2001 年第 4 期。
6. 王晉斌，解析內部職工持股計畫制度設計，經濟研究，2001 年第 7 期。
7. 王開國，中國證券市場超常規創新的理性思考，中國社會科學，2001 年第 1 期。
8. 田素華，國有股權出售的國際比較，經濟理論與經濟管理，2001 年第 1 期。
9. 朱慈蘊，職工持股立法應注重人力資本理念的導入，法學評論，2001 年第 5 期。
10. 吳文峰、朱雲、吳冲峰、芮萌，B 股向境內居民開放對 A、B 股市場分割的影響，經濟研究，2002 年第 12 期。
11. 呂益民，中資企業在港籌集股本的四種模式，中國工業經濟研究，1993 年第 9 期。
12. 李飛，關於如何確定證券法的調整範圍問題，中國法學，1999 年第 2 期。
13. 李樟，H 股香港上市透視，改革，1994 年第 5 期。
14. 李劍閣，中國企業改革和股票市場發展，改革，1996 年第 6 期。
15. 汪異明，國以股減持的理性思考，中國工業經濟，2001 年第 4 期。
16. 汪進元、賀航洲、王立業，股份制企業國有股法律問題研究，法學評論，1995 年第 2 期。
17. 周舫，股份制企業中的民主管理，中外法學，1995 年第 6 期。
18. 長江證券國有股減持課題組，國有股減持的目標分析，中國工業經濟，2001 年第 7 期。
19. 倪吉祥，國有股運作若干理論與政策問題的探索，經濟研究，1993 年第 8 期。
20. 范寅，H 股公司前景廣闊任重道遠，上市公司，1998 年第 9 期。
21. 馬俊駒，大陸國有企業股份制改造與股份有限公司，政法論壇，1994 年第 1

- 期。
22. 高晉康，公司法人所有權與國有資產所有權，中國工業經濟研究，1995 年第 12 期。
 23. 崔勤之，企業法人股的持有與轉讓，法學研究，1994 年第 4 期。
 24. 張谷，國有企業公司制改造不宜設立本企業法人股，中國工業經濟研究，1995 年第 9 期。
 25. 莊莉、陸雄文，員工持股和管理層持股，經濟理論與經濟管理，2000 年第 3 期。
 26. 陳征宇、沙俊海、李樹華，職工持股制度與股份公司治理結構的完善，上市公司，1999 年第 3 期。
 27. 陳寶敏、唐新林、鄭江淮，中國企業職工持股制度的運作框架，經濟理論與經濟管理，2000 年第 3 期。
 28. 景學成，試論人民幣實現經常項目下可兌換的宏觀經濟意義，經濟研究，1997 年第 4 期。
 29. 賀小剛，試論我國上市公司職工持股計畫的建立，改革，2000 年第 3 期。
 30. 楊春堂，中國企業股份制若干問題探索，經濟研究，1989 年第 6 期。
 31. 劉研，中國企業海外上市問題研究，改革，1997 年第 6 期。
 32. 劉紀鵬，法人股的困惑與思考，改革，1996 年第 2 期。
 33. 厲以寧，論職工持股計劃，經濟界，1996 年第 4 期。
 34. 顧肖榮，準確理解保住投資者合法權益的原則，政治與法律，1999 年第 2 期。

七、政府公報

1. 大陸國家體改委，在治理整頓中深化企業改革強化企業管理的意見，國務院公報，1990 年第 11 號。
2. 中國證券監督管理委員會公告，2002 年第 12 期。
3. 中國證券監督管理委員會公告，2003 年第 4 期。
4. 中國證券監督管理委員會公告，2003 年第 6 期。
5. 中國證監新聞發言人就境內居民投資 B 股市場答記者問，中國證券監督管理委員會公告，2001 年第 2 期。
6. 中國證監會辦公廳編，中國證券監督管理委員會公告，2003 年第 12 期。
7. 王忠禹，關於國務院機構改革方案的說明，國務院公報，2003 年第 2 期。
8. 台灣立法院公報，第 68 卷第 87 期。
9. 柳隨年，關於『中華人民共和國證券法』（草案）的說明，全國人大常委會公報，1998 年第 6 號。
10. 喬曉陽，『中華人民共和國證券法（草案）』修改意見的匯報，全國人大常委會公報，1998 年第 6 號。

11. 項懷誠，關於中華民國會計法（修訂草案）的說明，全國人大常委會公報，1999 年第 6 號。

八、英文期刊

1. Jones, Derek C. and Takao Kato, "The scope, Nature, and Effects of Employee Stock Ownership Plan in Japan", *Industrial and Labor Relations Review* 46:2, Jan. 1993a.
2. Lawrence M. Friedman, "Legal Rule and the Process of Social Change", *Stanford Law Review*, 1967.

附件

行政院國家科學委員會委託計劃出國考察報告

計劃名稱：大陸上市公司股份之研究

計劃編號：NSC 92-2414-H-009-003

計劃執行單位：國立交通大學科技法律研究所

計劃主持人：王文杰

出國期間	民國 93 年 7 月 11 日至民國 93 年 7 月 17 日
出國地點	中國大陸北京市
行程簡要介紹與心得報告	<p>1. 原訂計畫出國訪問期間為民國九十三年四月一日到四月六日。為因當時北京 SARS 案例的影響，而推遲於七月。茲先敘明。</p> <p>2. 93 年 7 月 12 日。</p> <p>先行到應邀單位清華大學法學院商事法研究中心。與該研究中心成員王保樹教授、施天濤教授、湯欣教授等人，就中國大陸上市公司股份結構的議題交換研究意見。得知全流通股的模式係為未來中國證券市場必須朝向的道路，否則將使上市公司的發展面臨更大的瓶頸。</p> <p>3. 93 年 7 月 13 日。</p> <p>拜會大陸中國證券交易監督管理委員會，由於大陸證券法的頒布後，該會已經成為大陸唯一的中央級官方主導部門。加上大陸在證券市場發展以來，一直處於行政部門集約管理的型態，進而對於大陸證券監督管理部門的拜會與考察，是本行程中最為主要的核心行程。</p> <p>在拜會中，感謝大陸證券監督管理委員會法律部主任莊穆先生與大陸證券法知名學者清華大學施天濤教授的全程陪同，對該會的主要組織結構作介紹，同時對現行大陸證券交易法頒布以來的主要執行內容與運作障礙作賤要的介紹。同時、致贈該會主要官方出版品給於我們作研究之用，收益頗大。</p> <p>是則大陸證券市場中，來自行政部門的制約仍是帶大，然考量於大陸證券市場發展才十年光景，許多不規範交易內容以及地方保護主義，加上大陸既有特殊的國</p>

	<p>有企業與證券市場的發展有著極大的聯繫，因此經由大陸證券主管部門的行政主導仍將會持續一段時間。</p> <p>莊穆主任亦安排與規會相關主管部門官員作簡單的小型座談（在徵得莊主任的諒解下不作任何文字的處理）。</p> <p>證券法的修法已經排上大陸全人常委會的議事日程之上，修法後將會影響極大，同時大陸證券市場的逐步開放下，相關外資的進入已經逐步實現。</p> <p>中國大陸證券市場發展的四個基本基調：</p> <ol style="list-style-type: none"> （1）證券市場不僅要重視規模的擴大，更重要的還是在於提高質量和結構優化。這一點更肯定本研究計畫的重要性。 （2）證券市場的發展應該貫徹市場機制，中央集權的行政體制，是中國大陸證券市場發展的主要弊端。 （3）證券市場不能僅侷限在一個單一市場之內。更應包括債券市場與多層次的衍生商品之上。 （4）證券市場的發展也要注重國際化的過程，需引入國際規範與國際慣例。 <p>3. 93 年 7 月 14 日</p> <p>在大陸證券監督管理委員會的安排協調下，實際參觀北京證券交易中心。</p> <p>4. 93 年 7 月 15 日-7 月 16 日</p> <p>對清華大學法學院商事法研究中心的成員，作一場公開式的演講，題目為：中國上市公司股份結構的研究——以台灣研究者的角度作出發。</p> <p>會後的討論極為熱烈。</p> <p>對大陸現行證券法律制度的出版物進行蒐集與購買，並進一步了解中國大陸法律各學科的研究成果與關心議題。</p>
--	---