

□ 顾铭德

# 中国股市规范化设想

## 一、股市不规范及对市场发展的消极影响

### 1. 中国股市不规范的主要表现

90年代以来,中国股市取得了令人瞩目的发展成就。然而,发展进程中的缺陷及不规范之处同样值得人们重视。由于新中国股市产生与发展的时间太短,不规范之处散见于股市的方方面面。其一,法规条例不健全。全国性的《证券法》至今还未出台,目前靠《公司法》和股票发行交易的暂行条例及证券管理部门临时推出制订的规则来运行;其二,上市公司运行机制及财务报表不规范。相当部分的上市公司从原国营企业转制而来,在管理和经营方式方面,在股东大会的职权和董事会的任免方面都留有原来国营企业的传统痕迹。特别是上市公司财务报表的披露,其报表的公告时间、报表的格式和内容都存在不统一不规范之处。其三,同股不同权,同股不同价,这也是不规范的重要方面。同股不同权是指同一上市公司的股票被区分为四种股权结构。即分为国家股、企业发起人股、社会法人股和个人流通股。1992年秋季,由于当时上海股价暴跌,管理层便禁止法人股和国家股上市流通,只让个人股上市流通。由于法人股和国家股暂不能上市流通,其享受的送红股和配股权利也无形受到限制。法人股和国家股的划分不是根据股票权利义务,而是根据成立股份公司时资本所有者的经济成份来定。这种划分股票类别的方式很不规范。股份公司成立后,同一公司的股票享受不同的流通权力就更加不规范。另外,同一上市公司股票在不同的市场具有不同的价格,这也是同股不同权在市场价格方面的表现。如,上海上市的同一上市公司的A股和B股价格,平均相差2.5倍。由于B股只能用外汇购买,加上人民币不能自由兑换的原因,境内大多数投资者不能涉及B股市场,这就造成同一家上市公司在同一家证交所交易的股票会出现不同价格的不规范现象。还有,中国同一类型的股票在上市待遇方面也各不相同。如定向募集公司发行的股票,有的公司经过批准可以上市,有的却难以上市,其原因并不因为该公司经营业绩有何特点,而在于该公司能否争取到上市的计划额度或指标。在规范性股市中,股票能否上市取决于上市公司符合证交所上市标准的程度,越是符合上市标准,越容易上市。总之,中国股市既是新兴的股市,又是不规范股市。上述三方面集中体现了中国股市的不规范之处。

从不规范产生的原因和特点来看,第一和第二方面主要是股市尚未发育成熟的结果。从国际股市发展历程看,在初期阶段,其法规条例不可能迅速健全,一般总要经历相应的发展阶段和实践经验。中国属于快速发展中国家,股市中的交易规则、股市发行方式及对券商和投资者的管理规则需要根据新情况不断变动。在这种情况下,《证券法》等法规的推出就有一个渐进的过程。与此类同,中国上市公司规范化只能在实践中,不断地发现问题,不断地改进,最终使大

多数上市公司纳入规范化轨道。中国股市不规范的最突出之点可以说是第三方面,即同股不同权,同股不同价。众所周知,同一上市公司股票其权利义务平等是商品经济产权关系的首要原则,任何违背同股同权的做法,其实质是对商品经济规律和产权关系明晰化的冒犯。在规范化股市中,股票根据权利义务平等原则区分为两大类,即普通股和特别股(优先股)。普通股是公司的基本股东,所有普通股股东,不管其所有者是国家还是企业或者个人,其权利义务一律平等,如果持有者要享受特别的权利或义务,那可以购买特别的股票,又称优先股。显然,中国股票目前的分类法即分为法人股、国家股和个人流通股的方式极不规范,违背了股市同股同权的基本原则。它对股市继续发展的消极影响远远超过了其他领域不规范行为。

## 2. 不规范对股市发展的消极影响

从国民生产总值与股票市值比率,从社会金融资产总量与股票集资比重等指标来进行国际比较和衡量,中国股市潜在发展力非常之大。中国 1994 年国民生产总值 43800 亿元,1994 年末上海、深圳上市的股票市值 6000 余亿元,去掉 70% 的上市未流通的公股市值,实际流通的股票市值只有 2000 亿元左右。流通的股票市值与国民生产总值比率不足 5%。而香港、台湾、新加坡等地区股票市值与国民生产总值比率早在 1988 年就分别达到 130%、118.3% 和 130%,韩国为 71.4%。中国股市进一步发展潜力为世界公认,但自 1994 年以来,市场却出现了长期低迷和难以扩容的矛盾现象。具体表现在,1993 年股票发行计划 55 亿元额度直到 1995 年夏季才勉强发完。1994 年计划发行的 55 亿元额度直到 1995 夏季还没有发行。股票发行难的直接原因是中国股价指数从 1993 年起大部分时间处在下跌调整的过程。1993 年 2 月下旬,上证指数冲高至 1500 点高峰。其后,上证指数不断下跌盘整,期间虽有局部性的反弹或中级行情,但都短暂没有形成上升大趋势。到目前为止,上证指数仍徘徊在 600—800 点区间。股价指数长期低迷一方面阻碍了新兴市场的迅猛发展,另一方面反映了投资者对后市缺乏信心,不愿意长期持有股票。

投资者对后市缺乏信心的深层原因在于对市场各种不规范的历史遗留问题具有担忧心理。除了对法规条例不健全、企业效益差缺乏信心外,其主要原因就是担忧法人股、国家股将要上市流通,一旦有传闻,市场便产生恐慌情绪,股价便会缓缓下沉。然而,同股同权是股市的基本准则,法人股和国家股在转为特别股之前,其上市流通具有必然性。尽管 1992 年秋季禁止公股上市流通的指导思想是为了稳定当时的股价,促进当时市场顺利扩容。可实际效果是,矛盾暂时缓和,随着时间的延续,公股不能上市流通对市场正常发展的阻碍因素越来越大。如今,一个越来越明显的事实是,在公股同股同权,或上市流通问题解决之前,股价难以进入上升轨道,股票正常的发行计划难以落实。早日解决公股流通问题,使股价结构规范化已是中国股市继续发展迫切需要解决的问题。另外,由于 B 股市场发行方式和交易对象的不规范,使 B 股市场长期低迷,B 股价格平均低于 A 股价格 2—3 倍。这同样阻碍了 B 股市场的继续发展。因为,B 股价格长期低迷不仅阻碍了 B 股市场的扩容,而且使境内投资者对 A 股市场不能大胆介入。只有在 A、B 股价格逐步接近,并使两个市场逐步并轨之时,境内外投资者才会大胆进入股市。

综上所述,中国股市不规范之处很多,其突出问题在于同股不同权,法人股、国家股不能上市流通,A、B 股价格相差太大。

## 二、规范股市的具体思路

中国股市需要规范化的内容当然也是多方面的。前面列举的三大领域中,健全法规条例,

加强市场监管,完善上市公司运行机制,提高其经营效益等都是规范化之路中必须解决的问题。然而,规范化问题也应当有先后顺序,轻重缓急之分。目前,中国股市继续发展的最大难题是一些历史遗留的不规范问题,也就是前面所说的,法人股、国家股不能上市流通,B股市场不规范,定向募集公司的出路问题等等。这些问题的存在,一方面阻碍了股市的正常发展,另一方面对完善法规条例和上市公司运行机制也不利。比如,还未问世的《证券法》中必然有关于股票种类的条文。《证券法》只能根据规范化要求把股票分为普通股和特别股。这样,再禁止法人持有的普通股票上市,就违背了《证券法》的基本准则。所以在《证券法》出来之前,公股不能上市之类的问题应当预先解决。又如,大多数上市公司都持有法人股,如果法人股不能上市流通,那么上市公司相当一部分的资产被冻结,这对企业改制和经营效益明显不利。显然,中国股市进一步规范化的突破口应当放在解决股权结构不规范、同股不同权之类的问题。

### 1. 法人股规范化的思路

法人股问题能否顺利解决是中国股市能否纳入规范化之路的关键所在。据资料统计,沪、深两地上市公司法人股面值 140 余亿元,其中上海 80 余亿元,深圳 60 余亿元。如何解决法人股流通问题,大体有三种观点或方式。

第一种方式:主张法人股在 A 股市场之外转让和流通。其方式可以包括在 STAQ 和 NET 系统上市;在产权交易中心或各地区的证券交易柜台流通,进行场外协议转让。

第二种方式:主张法人股转换成其他证券。比如,转成 B 股(已经试验),转成“可转换债券”,或转成职工股。

第三种方式:直接到二级市场上市流通。

第一种方式的缺陷最明显,它使同一上市公司的股票分割在不同的市场,从而产生不同的股票价格,股市中的同股同价、同权原则仍没有贯彻。并且,在沪、深证交所之外再开辟其他交易市场,不管是有形市场还是无形市场,只会使市场交易规则更加混乱,有限资金进一步分流。

第二种方式已经试行,如上海大众出租法人股转 B 股模式。但这种模式只能解决少量法人股出路问题。该方式前提条件是,上市公司 B 股价格或 B 股发行价高于法人股成本价。符合这种条件的上海 B 股只有 10 余家企业。另外,部分上市公司法人股可转成“可转换债券”。但是,多数上市公司难以还本付息赎回这些“债券”。因为,与这些“债券”相对应的投资资金早在前两年已经用完,上市公司很难保证其后几年的收益能抽出一块用于赎回法人股转成的“债券”。总之,第二种方式适用部分业绩好、法人股比重较少的上市公司,要全部解决法人股问题还要探讨第三种方式。

第三种方式是投资者最为担心的方式。本文认为:推行此方式需要相应的配套措施,只要配套措施落实,这一方式便有成功的可能。其配套措施可有如下几点:

A、指导思想是,在新股发行和上市压力减低至最低限度时,推出解决法人股问题的方案。

B、分两阶段约一年半时间解决法人股上市流通问题。法人股可分为社会法人股和发起人法人股。社会法人股大约占 55% 比重,如上海 80 亿元法人股中,社会法人股占 47.4 亿元,其余为发起人法人股。在第一阶段中,主要解决社会法人股问题,时间约一年。沪、深股市每月平均上市流通量各为 4 亿和 3 亿元左右。这个上市量基本能够为沪、深股市需求量所吸收。第二阶段至多需要半年时间。因为在解决发起人法人股问题的同时,应规定发起人最低持股比重,这一规定将使相当数量发起人法人股长期锁定。

C、在第一阶段的初期,及时推出股市平准基金和中外合资基金,以增加股市的买方力量

和投资者持股信心。

■、同时推出券商融资和投资者融资的规定和条例。在国际股市中，投资者向券商融资、券商向商业银行融资是普遍现象。证券投资融资与其他经济行为的融资贷款并无本质区别，只是需要严格规定贷款保证金的比例。在美国，提高和减低贷款保证金比例是政府对股市调控的重要手段。我国股市处在发展初期，法规条例还没有允许股市融资。但是，股市中实际融资现象很普遍，这种现象与股市投资行为连在一起，难解难分。所以说，与其让不规范的融资存在，还不如让融资公开化和规范化。

E、在解决法人股问题的同时，对上市公司的配股要严格控制。证券管理部门规定的配股有关条件应当严格执行。否则，上市公司大幅度配股必然影响法人股问题的顺利解决。

总之，只有采取配套措施，重点解决法人股流通问题，才能使中国股市逐渐规范化。

## 2. 国家股规范化的思路

国家股与法人股既有共同的属性即公股，又有一定的区别。企业改为股份制时，国家资产折合为股本金按照 1：1 的比例折算，即多少元国有资产就折合为多少值的国家股。而社会个人流通股与法人股则按照发行溢价来购买。1992 年以来，中国发行股票溢价平均 3—5 倍，所以，国家股的平均成本低于社会流通股和法人股的 3—5 倍。这种资金成本的特殊性决定了国家股的特殊性。所以，国家股规范化的出路应当与法人股有所区别。根据国家股资金来源特殊性和国家股的特殊属性，我们认为，国家股的规范化出路应当转为特别股（优先股）或其他类证券。其理由除了资金来源特殊性外，还包括国家对上市公司的控股权需要相对稳定，国家股的增值应当来源于税后利润及股息的收入。这种稳定性和特殊性采用特别股的方式比较合适。

当然，上述关于国家股转优先股的设想是针对大部分国家股而言，这不否认少数国家股可转为 B 股或其他债券谋求出路。如果国家股能按照上述方式转优先股，那么这种方式就不会对二级市场股价产生冲击。国家股的规范化就可以促进股市规模的进一步发展。

## 3. B 股市场的规范化

在人民币成为完全可兑换股票之前，境内投资者购买 B 股就会有不方便之处，A、B 股价完全接轨就会有一定困难。然而，在 A、B 股价完全接轨之前，管理层可以在发行方式和交易对象等方面采用更为规范的方式，促进 B 股市场顺利发展。在发行方式方面，目前 B 股在境内外发行采用的是私募方式。这种方式一方面使境内外投资者对 B 股市场缺乏了解，使 B 股在境外的知名度难以提高，另一方面造就了一个有关系有办法买到 B 股原始股的投机阶层。一旦 B 股上市流通，这些机构和个人投资者会果断抛出股票，以获取一级市场发行方式不规范的“级差收益”。对大多数投资者来讲，由于一级市场的发行不公平，造成二级市场消极抵触心理，以致 B 股交易价格一跌再跌。所以讲，改进 B 股发行方式是 B 股规范化的必要一环。另外，B 股市场的不规范还表现在交易对象的不确定性方面。目前，B 股交易对象仍以 1991 年中国人民银行、上海市政府在 1991 年 11 月联合发布的《上海市人民币特种股票管理办法》为依据，即 B 股发行对象限于港、澳、台的法人和自然人以及外国法人和自然人。此项规定在当时的意图很明显，即 B 股发行是为吸收境外的外汇。如今，境内持有外汇的机构和居民个人越来越多。仅居民持有外汇量就达 200 多亿美元。在这种情况下，再禁止境内持有外汇的居民购买 B 股，就违背了“国民待遇”的基本原则。在法律上，境内居民的投资权限与境外应当一律平等，关键看是否持有外汇。在 B 股交易对象上，应当以“币”不认人为基本原则。这样，B 股的投资者队伍才会不断扩大，交易市场才会繁荣，B 股价格才有可能向其实际价值靠拢，A、B 股价差距过大

的现象才会逐步改变。

#### 4. 定向募集股份公司的规范化

80年代后期和90年代初期,全国各省区相继产生了定向募集公司6000余家。其中极少数定向募集公司股票已转为公开募集股票并上市流通。极大多数定向募集公司股票还不能上市流通。对于定向募集公司规范化问题可采取排队分类法。即对这些公司目前经营业绩和规范化程度进行排队分类。第一类,基本上符合上市公司要求,此类公司只占极少数,只要进一步规范、重新登记,并扩大向社会公众募集股份的比例,就可以按照《公司法》规则转为社会募集股份有限公司,并逐渐上市流通。第二类,即经营业绩和规范化程度还不具备公开募集股份有限公司的要求。此类公司属于大多数,这些公司近几年的出路只能转为不上市的有限责任公司。第三类,介于第一类和第二类之间。这类公司只能根据股市规模的发展和自身规范化改制的进程来定。在规范化程度和业绩达标及股市前景看好的基础上可以转为上市公司,否则应向第二类公司归类。总之,定向募集公司应当根据规范化要求,逐步向上市和不上市两种出路转化,其转化根据只能以该公司的经营业绩和符合上市标准程度以及股市容量来定。

## 书讯

### 《企业财务决策与分析》正式出版

我校工业经济系颜光华教授和朱敏副教授主编的《企业财务决策与分析》一书,最近已由立信会计出版社正式出版。本书以企业财务系统为研究对象,综合运用财务管理学、决策技术等学科的有关理论和方法,研究企业在经营管理活动中,开展财务决策与分析的工作原理和技术方法。全书近20万字,共分为九章,内容包括:财务决策与分析总论,企业财务预

算与监督,企业筹资决策与分析,企业投资决策与分析,企业资产决策与分析,企业成本决策与分析,企业利润决策与分析,企业内部资金结算系统与经济核算体系,企业财务报表分析等,本书理论学术性和实务操作性均较强,是为了适应企业财务管理新形势要求而编写的。(尚才)

## 书讯

### 《涉外经济统计学》问世

我校统计学系徐国祥教授和李长风主编的《涉外经济统计学》一书,最近已由立信会计出版社正式出版。该书内容新颖,论述详尽,共21万余字,分别阐述涉外经济统计的概论,国际投资统计,外债监测统计,对外贸易统计,涉

外运输统计,对外承包工程与劳务合作统计,涉外税收统计,涉外保险统计,国际旅游统计,技术引进统计和外汇收支与国际收支统计等内容。本书是作者长期从事涉外经济统计教学和科研的一份可贵成果。(尚才)