

□ 顾 雷

上市公司法人股流动与国有资产盘活

法人股,是中国股份制改革进程中的特有产物,也是证券市场发展历史中的特有产物。

在我国证券市场发育初始,股份的划分是按投资主体的性质来确定的,分国家股、法人股和社会个人股,而法人股又可分为社会募集法人股与定向募集法人股两类,将股份人为地分割成几个彼此相对独立的部分,这与当时改革初期的社会、经济与政治因素有关,在当时也的确起到一定的积极作用,但随着我国证券市场的不断发展,我国证券金融法规的逐步完善,这种按投资主体划分的股权结构已经越来越不适应社会发展的需要,为此,新颁布的《公司法》明确规定股权只有普通股与优先股之分。从整个证券市场的发展趋势看,证券市场结构统一化将是大势所趋。本文就法人股的流动问题作一些探索。

一、上市公司法人股锁定的难题和负面效应

从1992年以后,由于社会个人股供不应求,社会资金对个人股的热切盼望转向对法人股的认同,以后几年,法人股的总量基本上与社会个人股相当。而且大部分上市公司股权结构中都存有一定量的法人股份(如下表)。

沪深上市公司法人股总量对比(1996年度)

| 地点 | 类型 | 上市公司总数 | 含有法人股的上市公司总数 | 上市公司法人股总量(亿元) |
|----|----|--------|--------------|---------------|
| 上海 | | 295 | 202 | 137 |
| 深圳 | | 187 | 151 | 112 |

上市公司法人股持股结构一般可分为四大类型:(1)上市公司之间相互持股;(2)上市公司之间交叉持股;(3)其他法人持有它们的法人股;(4)上市公司持有其他未上市公司的法人股。

从宏观上看,法人股的非流动性带来了不少问题:第一,它不利于国企和上市公司经营机制的改善,因为法人股的非流动性不能在法人之间形成灵活的资产流动组合机制,因而生产要素的优化组合与资源的有效配置很难实现;第二,它有助于市场经济下的投资体制改革,股权的非流动化不能形成投资主体的责任机制;第三,它导致缺乏法人投资的稳定机制,不利于二级市场的规范运作。

应该说,上市公司之间参股本应应为市场行为,其主要目的有二:(1)上市公司彼此之间优

势互补,一方面积极调整自身不合理的资本结构,另一方面促进资源的合理配置,以达到合理控制双方的资金流向;(2)希望以此获得一定的投资收益,补充生产经营资金的不足。但由于法人股现在还无法流通,第一个目标自然无法达到,而投资收益中,又由于上市公司大都以送配的形成取代现金的发放,所以这部分收益从短期看,也不十分明显。即便是现金分红,其数量也是较少。例如,沪市上市公司一般分红是在0.30元/股左右,若以法人股4元/股的投资成本计算,则法人股投资收益仅为7.5%,这与两次降息后的银行存款利息差不多。

问题还不止这些,由此带来了一系列棘手的问题,让我们小视不得。

问题之一:原先法人之间争相购买法人股,认为不久上市流通过后,可获取可观的收益,故购买法人股,被视为一种格外的“恩惠”,要开后门,找关系,而现在由于无法上市,上市公司的法人持股却变成包袱,导致相当一部分资金不能流动,资金周转不畅,严重影响了上市公司的经营发展,也使上市公司的股份制很难向纵深发展。

问题之二:法人股“私有化”现象严重。据我们初步调查,相当数量的上市公司当初上市的目的为职工谋福利,减少现金形式的奖金发放,转而以法人股职工个人购买,或集体购买分给职工。由于时间较长,期间职工个体发生了不少新情况,如出国、死亡、调离或辞职等,持有法人股的个人向哪一个机构交涉?什么机构或主管机关专门负责处理这方面的事务?一切都还是未知数。

问题之三:法人股缺乏强有力的管理。首先是至今没有一个专门的机构负责处理法人股问题;其次,法人股地下交易抬头,大量国有资产在“黑市”交易或严重折价,这不仅违背了“三公”原则,而且会给证券市场带来混乱;再次,上市公司的这些法人股在每年的增资配股中,不少以送配的方式出现,法人股存量逐年增加,越积越多,可谓“雪上加霜”。

总之,上市公司法人股这个“老大难”问题,一天不解决,它带给投资者、带给我国证券市场的阴影一天就不会消除。

二、现有五种法人股流动模式简评

在1993年和1994年间,有不少证券部门的专家学者撰写过文章,专门论述上市公司法人股的流通问题。实践中,也出现了不少上市公司法人股流动的模式,不少上市公司为迅速摆脱这种进退两难的困境,尝试性地在内部或外部对法人股进行转让,盘活了大量的资金,同时,为我们今天研究上市公司法人股流通问题提供了宝贵的第一手材料。

根据发生在我国证券市场里法人股流通的实例归纳,目前我国上市公司法人股流动模式主要有五种:“绍百大模式”、“大众模式”、“场外转让模式”、“法人股配股转让模式”、“股权置换模式”。

下面我们对这五种模式稍加评论与剖析:

1.“绍百大模式”,即将法人股大宗股权协议转让模式。它开拓了法人股转让的新思路,以非证券化的产权交易来寻求法人股的出路,有利于对企业的兼并与收购,对盘活存积多年的法人股和国有资产都具有积极的意义。但这种模式必须要有法律作保障,以增强企业在资产重组过程中的透明度和可靠度。

2.“大众模式”,即法人股转B股模式。1994年12月,经中国证监会与国家国有资产管理局批准,“上海大众”将每股面值为1元人民币的10000万股法人股转换为1000万股B股,其转换价格按前周B股收量平均价格的10%转让。同年,深圳珠海经济特区的“丽珠医药股份有限

公司”经监管机构批准后,将其27000万股法人股再次转为B股,在当时的中国证券界引起轰动,转为B股方式备受海内外人士的关注。它们开创了我国上市公司法人股转换为B股的先河,为今后A、B股的合二为一创造了条件和积累了经验,但局限性较大。

3. “场外转让模式”,即转让双方自愿达成协议,按一家的商议价格有偿转让持有的法人股。虽然这在我国南方已经有不少案例,同时不失为盘活上市公司法人股和国有资产的一条新路子,但从目前的案例分析,一则缺乏必要的法律条文规范这种场外转让行为,二则容易引发双方恶意串通,压低转让价格,吞噬国有资产,使上市公司中的国有资产遭受损失

4. “法人股配股权转让模式”,即将法人股配股权转让给社会个人股东,由个人股消化掉积压多年的法人股。这是一个发展方向,但要注意上市公司的股权稀释问题,以及对老股东和整个二级市场带来的冲击与压力等诸多问题。

5. “股权置换模式”,即以股换股,以股换资产方式进行有偿转让。从我国现有的技术条件分析,这适应控股集团内部进行资本再分配,但在两个上市公司之间转让尚有一定难度,况且中国证监会曾发出通知:国有股、法人股和转配股暂不流通。在国务院对上述问题作出新规定以前,国家持有、法人持有的上市公司股份配股权和红股出让后,受让者因此增加的股份暂不上市流通。这无疑暂时关闭了上市公司法人股上市流通的大门,因此,如何解决这一积压多年的法人股问题,选择怎样的流通模式,成为我国证券行业多年来探索的棘手难题。

三、上市公司法人股流动的若干构想

解决上市公司法人股的流通问题,不仅要有一个成熟、健全的证券市场,而且更要有一个高度发达的金融宏观环境。如果不可能一步到位,可采取逐步解决的办法,先使上市公司法人股流动起来。但流动不等于流通,我们应该把上市公司法人股的流通与流动区别开来,就像法人股场外转让与上市交易区别开来,走出观念的禁区。

现在提出解决上市公司法人股的思想与办法很多,各有一定的合理之处。笔者综合这几年的理论与实践经验,认为解决法人股可以分三个阶段进行。

第一阶段,上市公司法人股回购。它指上市公司把已经购入的法人股按一定价格在市场上出售,在出售的同时,又以固定的价格承诺在一定期限以后按某个价格赎回。作为卖出方它得到的是现金,可以使法人股的所有者取得资金的使用权,来满足生产经营中中短期资金的需求,对投资者而言,则提供一个新的投资渠道,既可避免一锤定音之苦,又可避免套牢之嫌,有效地防范风险。法人股的这种回购形式丰富了市场的品种,活跃了证券市场,这样做既可暂时解决法人股的转让,又避免直接对二级市场的冲击。

当然,对上市公司法人股回购业务操作,应由央行牵头制定法规,规定要以法人股为基础,严禁卖空,回购价格随行就市,禁止若干上市公司联手操纵市场,对到期不能回购法人股的行为予以严厉的处罚。可以暂定法人股回购标准单位为5万股(此为国债回购标准单位的50%),原则上由法人股出让方享有股东的权利和义务,如果出让方不能按期按价回购法人股,在未回购前应暂停享有股东的权利。

上市公司法人股的回购业务必须在国家金融监管的范围内进行,应建立一个较稳定的法人股回购市场。首先在银行商业化方面要有突破;其次成立一个专门的监管机构,负责法人股回购的日常事务;再次必须拥有一批实力雄厚、资信好的上市公司参与,同时也必须拥有一批全国性的大牌券商,成为法人股回购业务的主力军;最后,证券交易所必须制定出相应的一整

套法人股回购操作程序与规则,而且要有一个相应的监察机构进行有效的监督,确保法人股回购按照有关法规进行,保证整个证券市场的稳定性和安全性。

第二阶段,持有法人股的上市公司在经过一定时期的回购业务,积累了一定资金的基础上,可考虑选择其中一些符合一定条件的上市公司,向社会公开发行人特种可转换公司债券,再消化一部分法人股。所谓特种可转换公司债券指发行人依照法定程序发行,在一定期间内依据约定的条件转换为股份的特种公司债券。具体设想:

首先,这是一种特种可转换公司债券,目的在于盘活上市公司长期积压的大量的法人股资产,搞活国有资产的存量,促进上市公司的经营发展,搞活证券流通市场,增加我国证券市场的金融品种。

其次,制定一部《特种可转换公司债券管理暂行办法》,加强对特种可转换公司债券的管理,规范特种可转换公司债券的发行、上市、转换股份及相关活动。本法只适用于我国境内符合本法规定的上市公司,在境内发行的人民币认购的特种可转换公司债券。

再次,发行特种可转换公司债券,应经省、直辖市级人民政府或国务院有关主管部门推荐,报中国证券监督管理委员会审批。

我国目前上市公司的财务情况良莠不齐,因此,确定发行条件时,不能搞一刀切,也不能定得太高,要符合我国上市公司的实际情况。

具体发行条件可设定为:

(1)最近3年连续盈利,且最近3年净资产利润率平均在5%以上,“平均”指不一定是每年,3年平均计算下来达到5%以上亦可;

(2)特种可转换公司债券发行后,其资产负债率不高于80%;

(3)累计债券余额不得超过公司净资产额的50%;

(4)特种可转换公司债券的利率不超过银行同期存款的利率水平;

(5)特种可转换公司债券实行定额管理制度,以上市公司实有的法人股股数为限额,不得超发或其他变相超发,在发行期内不得将再次认购的法人股转为特种可转换公司债券,再次认购的只能作为公司长期投资处理,不能视为债务;

(6)最近3年的财务报告必须经具有从事证券业务资格的会计师事务所审计;并且要有律师事务所出具法律意见书;

(7)发行人必须有可靠的偿债能力,必须有担保条款。从理论上讲,在约定的期限开始转换,会有一部分持券人不愿意转换的,那么发行人有义务支付本息,但由于目前绝大多数上市公司手中的法人股均以平价或很低的价格购进的,不可能比上市公司的股价低,因此,3年或5年的转换期来临后,不会不转,从经济收益和解套的角度,持券人基本上乐意将债券转换为股权。

当然,如果一次转换,会使累计债券余额超过公司净资产额50%的,或者使其资产负债率高于80%的,可考虑分为两次转换。从国家整体证券市场看,不宜采取额度管理。

由于是上市公司,还必须经过股东大会审议通过。可由董事会提出方案,交股东大会进行决议或国家主管机构同意发行的批准文件。具体应包括以下内容:

(1)特种可转换公司债券的发行总额;(2)持券人数核定;(3)票面利率;(4)特种可转换公司债券利率;(5)转换期限,一般可定为2年或者1年;(6)转股价格确定方式;(7)特种可转换公司债券还本付息的期限与方式;(8)赎回与回售条款;(9)发行方式为无纸化(下转第22页)

申请专利却被外商拿走或廉价买去申请专利,从而限制该技术的出口,使我方企业遭受巨大损失。

3. 目前大部分企业还没有专利工作机构或专门从事专利工作的人员。1992年华中理工大学的学者对广州经济技术开发区调查表明,在开发区内的200多家涉外企业均未设置专利工作机构,也没有专利工作人员。由于缺少专业人员,企业很难防范其他企业设置的专利网,同时企业也很难发现其他企业的侵权行为,在专利竞争中只能处于被动地位。

虽然我国企业实施专利网战略的基础十分薄弱,令人担忧,但在竞争中的一些经验教训,如日本对我国稀土永磁铁产品的出口采取专利网封锁致使该品的外销形势越来越严峻,江苏常熟科技实验厂运用59项实用新型和外观设计专利结成专利网占据国内装潢市场上的主导地位等等,使众多企业越来越重视专利及专利网战略。在与发达国家存在相当差距的情况下,我国应多学习日本经验。日本在战后恢复和发展时期,以美国为师,将美国的专利战略移植过来,并广为宣传,以外围专利对抗美国的基本专利,而取得了经济上的优势。参照日本经验,并结合我国的实情,我国企业实施专利网战略可采用如下措施:

(1) 强化企业内部的专利意识,设置专利工作机构和专门从事专利工作的人员,从专利的基础工作入手打好实施专利网战略基础。

(2) 面对日益临近的国际竞争,企业应该主动与高校及科研院所搞合作研究,以共同分享收益为条件,共同布置专利网,开发新产品以保证在市场上的独占地位。

(3) 企业要注重对国外基本专利的引进、吸收并通过各种技术改造建立自己的专利网。

(4) 从长远来看,企业宜逐步加强自身的研究开发实力,才能自如地运用专利网战略,否则,即使企业发现了对方专利网中的突破口,但若不能开发出独到的技术或攻克该技术的难题,则仍然突围不出去。借用高校和科研院所的力量,只能是权宜之计。

(作者单位:复旦大学管理学院;邮编:200433)



(上接第18页)方式,无记名式;(10)其他。

在正式发行之前,当然还必须登载《转股说明书》,其中除必须登载上述10项内容以外,还应加入如下一些内容,供持券人参考。例如,发行人的基本情况、批准发行特种可转换公司债券的文件、最近3年的财务状况、担保条款、申请转股的程序、转股价格的确定和调整方法,等等。

值得一提的是转换价格的确定。一般可以发行特种可转换公司债券前1个月股票的平均价格为基准,适当上调5%左右,作为1年或2年以后的转股价格。在发行前,必须由承销商办理解人股集中托管,锁定法人股的持券人数和票面金额,以确保公司发行的顺利进行。

第三阶段是上市问题。特种可转换公司债券在原股票发行上市的证券交易所上市,并报中国证监会备案。发行人必须在上市前5个工作日内,登载《上市公告书》,供公众查阅,同时报中国证监会备查。其中包括:特种可转换公司债券的上市日期、发行人股本变化情况、财务变化情况、赎回与回售情况,等等。

综上所述,彻底解决法人股已势在必行,但要完全解决也需一定的时间和条件。我们只有分阶段分批地解决,并且考虑到我国证券市场的现实与未来,考虑到上市公司各自的特点,大胆探索,敢于开拓,才能较好地盘活这部分存量资产。

(作者单位:上海财政证券公司,邮编:200080)