

□ 霍文文

关于我国股权结构规范化的探讨

中国证券市场开设五年以来,取得了令人瞩目的成就,但渐进式的改革思路和政府推动式的市场模式也使证券市场在飞速发展的同时遗留下许多不规范之处,股权结构的多样化就是其中较为突出的问题。

一、我国股权结构的现状

由于历史原因,我国是根据投资主体的性质来确定股票性质的,这就形成了我国股权设置复杂、股票种类纷繁的局面。在股份制试点之初,按照《股份公司规范意见》,按投资主体的不同将股票分为国家股、法人股、社会公众股和外资股,其中法人股又分为发起人股和社会法人股。股票市场开设初期,由于发行不甚规范,加上股票炙手可热,一部分法人股流入内部职工和社会公众手中。1993年允许机构投资者进入二级市场以及“申能”首开国有股定向转让给社会公众的先例后,国家股、法人股的配股权转让给社会公众的方案不断推出,造成股票种类、结构愈益纷繁复杂,令人眼花缭乱。目前,我国股票种类有国家股、国有法人股、发起法人股、募集法人股、定向募集法人股、公众股、内部职工股、职工集体股、优先股、A股期权(万科)、B股、H股等。这些不同种类的股票适用于不同的管理规定,既有同一家公司的股票:有的可以上市流通、有的不可流通的情况,也有同一公司股票在不同公司上市、有不同交易价格的现象。特别是一些经过转配的公司,由于根据现行规定,非流通股的派生物也不得流通,于是出现法人机构手中有法人股也有社会公众股,而个人投资者既持有公众股又持有国家股和法人股的转配股、再转配股、转配股红股的现象。不少投资者,甚至券商和上市公司都分不清哪些股票可以流通,哪些股票不能流通。

二、股权结构不规范的影响

股权结构的多样化给证券市场的发展带来了诸多的负面影响。

第一,产权关系模糊、市场分割。在规范的证券市场上,股票的种类也很多,但都以明晰的产权关系为基础,按权利和义务的对等关系区分股票的属性和种类,如普通股、优先股等。我国是以投资主体为划分界线,以可否流通作为主要管理手段的,但实际上又存在各投资主体间所持股票的相互渗透现象,这就使股票应反映的产权性质模糊不清,既无法发挥证券市场界定产权的功能,又与设置国家股、法人股、个人股的本意相悖。同时,沪深交易所与STAQ和NET法人股市场相互割裂,人民币特种股票与A股市场互相分割,使本来就规模不大的股票市场互不相通,无法形成一个一体化的大市场。

第二,同股不同权、同股不同利。同股同权同利,对所有股东不偏不倚、一视同仁是股票固有的属性,也是证券市场“三公”原则的重要体现。我国股权结构多样化既有影响国家利益的情况,也有忽视社会股东利益的表现。由于我国绝大多数股份公司是由国有企业改制的,国家股占较大比重,为防止国有资产被侵吞和蚕食,各级国有资产管理部就国有资产的界定和它在运作中的安全、保值、增值等问题作了很多规定,其中就包括国家股暂不上市流通。然而,就国家利益而言,国家股失去流通的权利就意味着失去获取资本利得收益的权利,意味着大量国有资产失去了流动性,无形之中还因不能升值、无资金实力而影响国家股的配股权利,使国家股在公司中的持股比例下降,大股东地位动摇。资产评估不当和在产权转让中导致国有资产流失也是影响国家利益的一个原因。对国有资产评估是高估还是低估,市场人士,包括国有资产管理局和社会股东,从各自的利益出发,有不同看法,同时,不同公司的评估状况也不尽相同,不能一概而论。但因国家股不能上市流通而不得不以大大低于市场价格进行产权转让而使国家利益受损的情况是确实存在的。如“四川广华”曾以每股人民币 2.10 元的价格向美国凌龙公司转让 3500 万股国家股权,这一案例虽说是为国家股的出路作了有益的尝试,但是,如果国家股允许上市流通,美国凌龙公司从市场收购的话,价格要高得多,因为当天“四川广华”的市场价是转让价格的 3 倍以上。就社会股东而言,议论最多的是国家股、法人股当初是将国有资产价值按股票面值折价入股的,社会公众股是按溢价认购的,而每年的分红派息却等同对待,使国家股东、法人股东与公众股东的投资成本和投资收益差距悬殊。此外,对国家股的转配部分不能上市流通也使公众股东颇感迷惑不解,在目前股市长期低迷的情况下,放弃配股不能摊低成本,而认购配股部分又等于自己向长期套牢的圈套里钻。

第三,削弱证券市场资源配置功能。股票交易本质上是一种产权交易,证券市场的一个重要功能就是借助价格发现和优胜劣汰机制,通过产权交易迫使企业资产不断重组来完成资产存量调整 and 产业结构调整,实现资源优化配置。由于国家股、法人股不能流通,大量国有资产存量凝固,使证券市场的功能大大削弱。首先,浪费国有资金。按一般惯例,在股权分散良好的情况下,第一大股东只要掌握公司 20—30% 的股权就可以达到控股目的,而我国大多数有国家股的上市公司国家股要占 50% 以上,这就使有限的国有资金没有得到充分利用。其次,由于国家无法从一般行业、中小企业的股权投资中抽出资金,也就不能集中有限的资金用于基础产业、支柱产业,无法实现从宏观上调整产业结构、地区结构,改变某些产业对经济发展的牵制,促使社会经济均衡健康发展的目的。再次,企业间的购并是盘活资产存量、调整产业结构、提高效益的一条有效途径,由于国家股、法人股占我国上市公司总量的 80% 以上,如果没有国家股、法人股的协议转让、企业之间要通过市场行为收购兼并实际上是无法实现的,因此,多次市场上的购并事件并没有实现产权重组而仅仅成了炒手们的炒作题材。

第四,法人股东持股行为短期化。在我国上市公司的股权结构中,法人股一直占有较大比重,法人股股东是公司重要的大股东,但实际上法人股股东缺乏应有的股东意识,短期持股倾向日趋严重,这已成为证券市场稳定的隐患和阻碍法人股上市流通的障碍。出现这一现象的原因是我国法人股的形成原因就很不规范,股份公司的部分定向募集法人股是股份制开始试点时由政府指定认购的,大量的募集法人股是在股市火爆的背景下抱着一旦股票上市流通能从二级市场迅速获取差价利润目的而购买的,如今法人股不能流通,占用了企业大笔资金,投资回报又不尽人意,因此法人股东希望尽早转让的想法十分强烈,并想方设法谋求转让出路。如:“大众出租”推出法人股转为 B 股的方案后,该公司 55 位法人股股东全部以远远低于当时 A

股市价的价格将所持法人股悉数转让给境外投资者。法人股股东的短期持股倾向使他们不关心企业的发展战略、经营策略和投资效益,失去了大股东应有的责任感。这种急功近利的短期投资倾向,影响了上市公司法人股股东的稳定性,既不利于公司的发展,也动摇了中小股东的长期投资信念,同时也是决策层在考虑法人股上市流通时不可忽略的一个因素。

第五,内部职工股股东与社会个人股股东的利益冲撞。由于在解决历史遗留问题时并没有真正解决一部分原始股股东平价认购股票和社会股股东溢价认购产生的差距和不公,而是简单地以为只要将股票上市就算解决了问题,结果在解决历史遗留问题的同时又产生了新问题,形成股东之间的利益冲撞和新的不公,如“湘中药”500万股以面值发行的内部职工股与上网发行的社会公众股同时上市导致首日挂牌上市就跌破了发行价;“中山火炬”超比率发行内部职工股并将所有内部职工股配发的红股在二级市场抛售而被证监会处罚;“青海三普”低价认购的内部职工股与高竞价认购的公众股一同上市并同样获得因公众股高溢价所获公积金以1:1的比例送股而使市场人士议论纷纷,等等。上市公司之所以在内部职工股上钻空子、做文章,一是为本公司职工谋利,使公司职工既可享受溢价发行股票和配股等带来的福利,又可将按面值发行的内部职工股上市抛售获取高倍差价利润;二是借内部职工股可上市流通的有利条件,走法人股曲线上市的道路。但是这种严重违背“三公”原则的不规范做法,不仅损害了社会公众股东的利益,也有损于公司的形象和声誉。

第六,影响股市的正常运行。在沪、深两家交易所挂牌的300余家上市公司的总股本为770亿股,其中个人流通股150亿股,国家股500亿股,法人股120亿股,公股占总股本的81%。由于国家股、法人股数量巨大,如果悉数上市流通,将给证券市场增加巨大压力,加上没有从根本上解决历史遗留问题的不公平待遇,因此,国家股、法人股上市流通成了证券市场上的敏感的话题,并给投资者带来巨大的心理压力,一有风吹草动就会引起人心恐慌、股价波动,影响了证券市场的正常运行。

三、实现股权结构规范化的设想

为解决股权结构多样化和市场分割的问题,理论界作了不少探索,市场人士也作了多种尝试,到目前为止,已有国家股转为法人股、国家股转为社会个人股、国家股转为外资股、法人股转为外资股、法人股转为社会个人股、法人股向法人股转让、公股配股权向个人股转让等多种模式。以上模式作为试点和尝试无疑是极有意义的,但它们的共同缺陷是没有在有组织的市场内通过公平竞争公开转让,而是协议转让的,因而价格较低,难以避免国有资产在转让中流失的可能性,而且所有的方式都没有改变国家股、法人股的非流通属性,没有从根本上解决股权结构问题。

要解决我国复杂的股权结构,唯有通过上市流通的途径,国家股、法人股、个人股在统一的市场内不断转手买卖,按投资主体划分股票的界线自然消失,各种股票最终取得统一(人民币特种股票要等人民币自由兑换后才能解决)。在解决股权结构时,应把握几个原则:

第一,要维护国有资产的安全、保值、增值,不能因上市流通而使国有资产受侵蚀或流失。对这个问题,首先要澄清一些模糊的认识。有人认为国家股上市流通就会造成国有资产流失,因此想用禁止国家股流通来杜绝国有资产流失。其实,这两者之间并没有必然的联系,不能简单地划上等号。首先,国家股不上市不等于国有资产不流失。据国资局披露,我国国有资产流失的形式多样,有处置国有资产和产权转让中出现的流失,有企业滥用经营权造成的流失,有

举办中外合资、合作企业时出现的流失及经营人员失职、渎职行为造成的流失等。可见，国家股不上市，国有资产照样流失，问题的根本在于对国有资产管理而非上市与否。其次，国家股上市流通并不意味着国有资产必然流失。国家股上市后在交易过程中既存在风险和亏损的可能，也存在保值、增值的机会。流失与否的关键在于合理准确地评估国有资产价值，对国家股权的管理和运作有章法并从体制、操作、监控、法律等方面加以规范。只要管理体制健全，操作稳健，监控得力又有法律制约和保障，从总体上达到上市公司国有资产保值、增值的目标不是没有可能的。

第二，要公平对待所有股东。在股东的权益上应该不偏不倚，既要维护国家股的权益，也不要忽略中小股东的利益。成千上万的中小股东是证券市场最基本的投资者，失去他们的参与和支持，证券市场不可能健康发展。中小股东认为最不公平的国家股、法人股、内部职工股按面值认购原始股的问题应该引起足够的重视，在这个问题上漠视中小股东的利益和他们的合理意见就不可能树立他们的投资信念和培育长期投资者。解决同股不同（认购）价又要在同一市场流通的问题，最好的办法是在国家股、法人股、内部职工股流通前结合清产核资对上市公司的资产作必要的评估，再根据各公司的不同情况参照原始股的发行价将公股及内部职工股按合理的比例缩股，通过缩股使各类股东站在同一起跑线上。

第三，要避免因大量的国家股、法人股上市流通而造成股票价格的剧烈波动。公股流通会从证券供应和投资者心理两方面影响证券市场运行。为调节市场供求关系，除了增加对证券的需求外，设法稳定部分国家股和法人股，规范公股的交易行为是必须考虑的。要避免投资者心理恐慌，关键在于政策的明朗和信息披露的规范。政策的出台和上市公司股权结构的变化，大宗股权的转让，内部职工股的上市等信息都应及时披露，要让投资者有吸收和理解消息的时间。

股权结构的规范化应采取区别对待的方针，分类分步解决。我们这里提供一些设想，意在参与探讨。

锁定部分国家股。首先，准确、合理地评估国有资产。在资产评估的基础上根据不同企业的具体情况决定是否需要缩股。其次，稳定部分国家股。国有资产管理局可会同有关部门将有国家股的股份公司根据政府“抓大放小”的方针、产业政策和公司经营状况分为几种类型。一类是国家必须控制的行业和企业，如重要的基础工业、交通、能源、通讯及有关国计民生的重要行业、大型或特大型企业，为达到绝对控股地位，以法律形式规定国家必须控制 30—50% 的股份，其中 30% 的股权是在任何情况下都必须持有的最低比率，即不可转让出售，另外 20% 则可视政府政策、经济状况、企业业绩、市场态势择机买卖。一类是国家只需要控制部分股权的行业和公司，将法定的最低控股比率定为 10—20%，其余部分可上市流通。一类是国家不需要控股的行业和企业，可不规定国家股的法定控股比率，根据需求和可能，相机抉择买卖交易。为减轻国家股上市对市场的冲击，在法定控股比率以外的国家股上市以前，可按多种办法作先行处理，如部分国家股可在产权市场上转让给有长期持股意愿的法人，为公司寻找稳定的大股东；部分国家股可转为优先股；以法律形式规定公司在一定条件下可购回发行在外的国家股；部分符合国家信贷政策、经营业绩良好的企业可将国家股转为银行持股，银行以贷转投；部分国家股可转让给境外投资者，特别是长期投资者等。以上办法应根据不同公司的具体情况选择使用，切忌“一刀切”。用法律形式锁定部分国家股的好处是既可保证国家对重要行业、企业的控制，又可减轻证券市场供应急剧增加的压力，缓和市场波动。再次，界定产权关系，解决国家股

的人格化问题。这是解决国家股问题的难点所在,要将国家股的管理和上市操作具体落实确实是困难重重。可设想,国有资产管理局作为国家股的法定代表应对全国人民代表大会负责,向人大常委会及人代会报告工作;该机构实行分权管理制度,即决策权与操作权严格分离,内部实行分级分权的管理和监督制度;对具体操作人员实行权限限制,将责、权、利相结合;实行严密的监督制度和严格的审计制度等等。

稳定部分法人股。解决法人股问题应与产业结构调整、组建企业集团及企业间的购并活动结合起来进行,政府应发挥指导和引导的作用。应在缩股的基础上采取对发起法人股和社会法人股区别对待的政策。发起法人股应稳定,可规定应长期持有有一定比率的股权,不可随意抛售。社会法人股可分两步解决,第一步通过产权市场进行大宗协议转让,证券中介机构应做好提供信息、牵线搭桥的工作,让那些准备长期投资、希望获取稳定股息和资本增值收益的法人机构更多地持有法人股权,既可使上市公司拥有更多真正关心公司经营成长的稳定的大股东,又可借此实现部分企业间的资产重组,实现规模效应和优化资源配置效应,第二步再逐步解决法人股上市流通的问题。

逐渐消化内部职工股。解决内部职工股可有三条途径:一是规定新设立或新转制的股份公司不再设立内部职工股,本公司职工应与社会公众同样在一级市场上认购。二是规定以面值或低价向本公司职工发行的股票不得上市流通。要鼓励或规定公司职工必须持有若干本公司股权,使他们具有股东和职工双重身份,促使他们更关心公司的经营业绩,也可从公司的发展中得到更多收益,同时还可体现职工是企业主人及使公司更好地处理职工福利和给股东回报的关系问题。三是面值或低价发行的内部职工股票上市必须先缩股,改变目前“以时间换金钱”的做法。现行的发行若干时间后上市的办法因为各公司发行内部职工股的时间参差不齐,管理困难,容易让一些上市公司钻空子,缩股后的内部职工股可与社会公众股同时上市流通。

法人股、国家股转配的个人股,以持有者属性来分已属个人股,既然现行规定是按投资主体来分别管理,转配部分应上市流通,不应节外生枝,使股权结构进一步复杂化。

~~~~~  
(上接第 33 页) 保险基金,同时,还有必要使以后的养老保险给付规范化,进一步严格给付条件,即对筹资期要求要作适当放长,达不到筹资期限的只能减额给付,这将对缓解以后支付高峰的压力,产生显著效果。

此外,如再以采用现征现付“赋课方式”的山西省为例,他们是“以支定收”,逐年确定资金筹集占单位工资总额的比例,目的是希望在养老保险财政上不搞赤字运行。虽然用意并不错,但也存在不少问题。据山西省统计局最近对该省人口老龄化趋势的预测,2002年山西省城市人口中60岁以上者将占人口总数的10.16%,也就是将进入老年型社会,并且每三年增加一个百分点,持续上升34年,到2036年老龄化高峰时,60岁以上的老人要占到总人口的29%。这种人口年龄结构的变化,势必成倍地增加社会养老的负担。同样据该省统计局的测算,如果按现行的现征现付筹资办法,仅企业缴纳的费用占工资总额的比例,将差不多每年要提高一个百分点,也就是在21世纪初该省企业筹资比例将高达30%,超过国际公认的最高极限。人们可以设想,到那时企业又如何能承担起这份重担,养老保险制度还能正常运行吗?据说那时主要以增加个人缴费解困,但一年一个百分点的速率增加,即使不到老龄化高峰,在职者也已不能承受了。由此也可说明,慎重采用何种养老保险财政方式是多么重要,它不仅要考虑现实需要,更要为养老保险制度的长远发展着想,正确选择与否,确实关系到养老保险事业的成败。