

浅识国有股、法人股 与个人股并轨流通

黄 敏

我国上市公司的国有股、法人股是转为优先股，还是上市流通？有不同的认识。我认为，这要根据上市公司的具体情况来确定：有的上市公司的全部或部分国有股、法人股可转为优先股；有的上市公司的全部或部分国有股、法人股应上市流通；有的上市公司的国有股转为优先股，而法人股则上市流通等。不论怎样，就全国来说，总会存在国有股、法人股与个人股并轨流通问题。因此，我在这里就国有股、法人股与个人股并轨流通谈点认识。

国有股、法人股上市流通，在实际工作中已开展试点和探索。1992 年 7 月开始部分上市公司的法人股在全国证券交易自动报价系统（Stock Trading Automatic Quotation System，缩写为 STAQ 系统）和全国电子交易系统（National Electronic Trading System，缩写为 NET 系统）进行交易。但是，在上市的 400 多家公司中，只有极少数上市公司的法人股上市交易。近些年来，还不断出现了新的法人股、国有股的股权转让形式，如：深圳宝安集团上海公司在股市上收购延中实业股份有限公司的股票、浙江凤凰化工股份有限公司的国有股转让给浙江康恩贝集团、部分绍兴市百货大楼股份有限公司法人股转让给上海中桥投资股份有限公司、上海

爱使电子股份有限公司部分法人股转让给辽宁国发（集团）股份有限公司、上海大众出租汽车股份有限公司法人股转为 B 股、珠江实业股份有限公司法人股红股转为个人股，等等。国有资产管理局有关负责人称，国有股、法人股转让不宜堵。国有资产管理局明文规定，放开国有股配股转让。事实证明：国有股、法人股是可以流通的，并且流通的方式是可以选择的；国有股、法人股的流通不仅不会削弱公有股占主导地位，而且也没有损害交易双方的利益；不论国有股、法人股在转让中还存在多少问题，总可以肯定一点，就是国有股、法人股的流通是股份资金的内在要求。

可是，证券管理当局却在国有股和法人股流通问题上，顾虑重重，难下决心尽快解决，这里有认识上的问题，也有实际操作上的困难。我认为这些都是不难解决的。

从认识方面来说，人们舆论较多的是，认为国有股和法人股上市流通的时机还不成熟，因为现时股市供求不平衡，如让国有股和法人股上市，势必雪上加霜，甚至造成股市动荡。我认为，应该全面估计国有股和法人股上市的后果。第一，表面看，允许国有股、法人股上市流通，一下子会使股市供给量增加多少倍。同时，还应当看到，国有股

和法人股的持有者既是股市的供给者，又是股市的需求者。同时大量非上市公司由于想变成上市公司、拓展多元化业务领域和转变经营机制的动因，必将成为对国有股和法人股的潜在需求者，潜在的需求者还有储存大量货币的社会公众。因此，很难断定允许国有股和法人股上市后，一定是股市供给极大地超过需求，并且会长期维持这种局面。第二，国有股和法人股与个人股有着不同的特点，它基本上属于投资性极强的股票，不可能在允许上市之时会和个人股一样，换手率很高。同时，国有股、法人股基本上属于公司发起人持有的股份，它们的持有者大多担任公司重要职务，按照《公司法》第 147 条规定，这些股权不可能同时上市。再者，国家对国有股和法人股的投机活动也会有一定的限制，即使国家对其投机性的限制与对个人股的限制相同，国有股和法人股的投机决策过程也会比个人股的投机决策过程复杂，至少会把投机能否使资产保值和增殖、以及是否失去控股地位，放在极其重要的位置来考虑。因此，国有股和法人股上市流通并不等于会同时或在短期内都抛售出去，影响股市市价下滑。相反，国有股和法人股对股市稳定的作用与投资基金投资股市的作用类似。股市换手率，国际通常保持在 30% 左右。香港地区 1993 年也只近 50%，而我国深沪大众股换手率在 1993 年高达 600%，其中的一个重要原因就是在我国股市中缺乏国有股、法人股、投资基金这类大户参与。同时，国有股和法人股在股份制企业的股份中所占比重较大，处于控股地位，股价大起大落不利于股份制企业的发展，所以他们不会在股市中起不利于自身的作用，维护股市稳定将是这类股权所有者的共同愿望。第三，国有股和法人股上市流通是要看时机，也要考虑股市的发展。如果在现时国有股和法人股的总量还不十分巨大，不果断采取措施上市，难道还要等到国有股和法人股随着上市公司越

来越多以后，达到了积重难返的时候才是时机吗？当然，在国有股和法人股上市流通没有解决以前，可以停止批准新的公司股票上市，这样一来，就会影响股市的进一步发展，实际上也就是影响企业的股份制改造。难道这个代价比尽快允许国有股和法人股上市流通付出的代价更小吗？当然不是。《公司法》已开始实施，转变国有大中型企业的经营机制又是我国经济体制改革的中心问题，这都迫切要求我们尽早解决国有股和法人股上市流通问题。拖延这个问题，客观上就是延缓国有企业经营机制的转换和《公司法》的实施。再从股市本身来看，中国股市虽然还处在试验探索阶段，但必须按照国际惯例来进行，这样才可以看出股市在我国会带来什么影响。不解决国有股和法人股与个人股并轨流通，形成同股不同权、同股不同价和同股不同利这种与国际惯例不一致的问题，试验的结果不可能是正确的，也妨碍我国大陆股市与香港、台湾股市的合作，也难与国际股市接轨。由于我国股市现阶段存在国有股、法人股与个人股不能并轨流通的这一遗留问题，股市从深度和广度方面发展就不能不受到限制。以需不需要建立我国第三、第四……证券交易所来说，尽管武汉、天津等地呼声很高，决策当局却迟迟不予拍板。我认为原因之一就在于还没有解决国有股、法人股与个人股并轨流通。因为这个问题没解决，目前个人股的总量还没超出深、沪两市的容量，如设更多证券交易所，就会存在僧多粥少。解决了国有股、法人股与个人股并轨流通，深、沪两市的容量在现时条件下可以说已经饱和，开辟新的证券交易所就不存在市场容量问题。不解决国有股、法人股与个人股并轨流通问题，现已产生一些不良影响，如国有股、法人股协议转让违背《公司法》第 144 条必须在证券交易所进行买卖的规定。

总之，人们虽然在国有股、法人股与个人股并轨流通的必要性方面认识一致，但是

在现实可能性上还存在不同的疑虑。如果全面具体地分析,问题也不是难以解决的。当然,在认识上取得共识,不等于在实际操作上的问题都解决了,还必须在国有股、法人股与个人股并轨流通之前解决一些问题,如明确国有股权的具体代表人和同股同权同价同利等。

关于明确国有股权的具体代表人问题,我们知道,国有股票也是商品,不能自己到市场去,不能自己去交换。因此,我们必须找寻它的监护人。国家是国有股票的所有者,但国家是个整体概念,不能成为国有股票的监护人,还必须有具体的国家代表来行使“监护人”职责。这个具体代表人,在国外,有的国家是各级政府参股的企业本身,政府派出国有股权代表参加监事会,监督国有股权买卖;有的国家是在工业部设国有企业管理局,以股东身份来行使所有权职能,参加国有企业董事会并通过它来掌握和控制企业的发展规划和重大经营决策;有的国家是明确政府有关各职能部门为国有股的股权管理部门,政府还选派代表参加企业董事会,任命董事长或决定董事长人选提名,以保证国家对企业的领导权。国外对国有资产既有严格的法规进行保护,又有具体的代表人来经营。在我国,除需要完善有关国有资产的法规以外,重要的是解决具体代表人缺位的问题。根据我国国有资产范围广、数量大、在国民经济中的性质和地位,以及国有企业经营机制尚未完全转换的情况,照搬某个国家的办法是难以行通的。国有资产由各主管部门直接经营管理,是我国已经走过的路子,走老路已不现实。现在有各级国有资产管理局,它的职责是对国有资产进行管理,没有经营的职能,如果由国有资产管理局来作为国有股权具体代表人,那么,国有资产管理局就具有政企双重职能,这与经济体制改革把政企分离的目标相违背,也是我们走过的老路。由国有股的股份制企业法人来充当国有股权

的代表人,也不是办法,虽然国有股在股份制企业一般占有优势,但股份制企业的法人是经营企业的代表,国有股权的代表应由政府选派参加董事会,并有权经营管理国有资产的保值和增殖。股份制企业法人是负责经营管理整个企业,代表全体股东的利益,而且在股份制企业经营机制尚未完全转变以前,还做不到在兼顾全体股东利益的同时又代表国有股权处理国有股流通。可行的办法是在各级财政属下设立各类国有资产投资公司,根据国家制定的有关法规,专门经营国有资产存量,包括处理上市公司的国有股和国有法人股,以及非上市公司的产权在内的一切属于国家所有权范围内的事宜。它的经营目的是要保证国有资产的保值和增殖,起优化产业结构、保持国有股和国有法人股对重要股份制企业的控股地位和稳定股市的作用。它除按规定提取一定费用和利润外,所得必须用于再投资。它遴选参加股份制企业董事会的国有股权代表,报政府有关部门认可派出,并监督该代表的工作。

关于解决国有股、法人股与个人股同股不同权、同股不同价、同股不同利问题。国有股、法人股(细分为国有法人股和非国有法人股)、个人股(细分为公众个人股和内部职工个人股)和外资股,是从投资主体性质来划分的,只能说明投资主体结构,不应该是同种股票不同权利、不同价格和不同利益的依据。按股票权利与义务的不同,只能划分为普通股票和优先股票两大类。现在所论及的国有股、法人股和个人股都属普通股票。既然都是普通股票,就应该是同股同权、同股同价和同股同利。但是,在我国试行股份制和建立证券交易所以来,由于各种原因,形成了国有股、法人股和个人股之间同股不同权、同股不同价和同股不同利的情况,这需要在它们并轨流通时合理解决。

在股票发行方面,作为公司发起人的国家和法人平价购买股票是可以的,但企业内

部职工按工龄和职务平价购买不同数额股票不合理。这三种平价占全部股份的比重过大也是需要在新的股份制企业建立时加以研究的。非发起法人和社会公众一般按溢价购买股票,且有较高的购买费用。购买费用过大已在逐渐解决,但溢价高低的科学依据还需要由证券管理当局规定,避免溢价的行政指令性和主观随意性。在股票发行中还有一个突出的问题,是国有资产折股不准确,这是由资产评估不全面(如对其无形资产评估不够)和不准确(如土地使用权估价、房屋设施增殖估价)造成的。由于这些情况,国有股、法人股和个人股并轨流通就难以做到同股同权、同股同利。因此,首先要对国有资产评估复查,相差很大的,必须更正。其次要测算出正常股市中溢价股与平价股并轨流通能否维护购买溢价股股东的利益,如对其损失很大,可采取用股本溢价形成的资本公积金向购买溢价股股东送股。

在分红派息方面,同股不同利主要表现在对国有股的不公平方面。例如,对国有股份分派现金股利,而对其他股份则分派等价红股;对法人股东、公众股东和内部职工配股,而对国有股东则不配股;上市公司股东决定将全体股东共享的公积金转增资本时,不向国有股东送股。这些作法被人们认为是对股票发行中同股不同权的纠正,这是说不通的。国有股可能有获取创业收益过多的问题,同时也有资产折股过少的问题。如上所述,这些应在股票发行中加以解决,不应用少分红和不配股来对冲。在分红派息中必须一视同仁,同股同利。在并轨流通前,必须补偿国有股的利益。

在股票流通方面,先是规定国有股、法人股一律不准上市流通,只允许公众个人股上市流通,后又建立STAQ和NET两个法人股交易系统,允许部分法人股在这两个系统流通,而不能在深、沪证券所流通,从而形成了股票市场的不统一。后又规定国有股

配股权可采用协议方式转让;现时,国有股、法人股经过批准,可以依法转让。这种情况,一方面表明国家证券当局已允许国有股、法人股流通进行试验,另一方面又表现了国有股、法人股与个人股流通的不一致性,形成了同股不同权和同股不同价。

我认为,在国有股、法人股与个人股并轨流通时,应取消公司法人股流通市场。各种主体的普通股票可以在各主体之间流通,不能形成各主体的封闭式市场,这样才可以形成一个统一股票市场。在交易方式上都应该有多种的,不应规定国有股只能采取哪种方式,法人股不能采取哪种方式,个人股又必须采取哪种方式。在交易价格方面,除因交易方式不同而发生的费用不同以外,各主体的同种股票的基本市价应该是统一的,不应规定什么主体的股票是高价,什么主体的股票是低价,价格高低由供求关系来调节,同种股票在同一时点上的价格应该是相同的。各主体的同种股票上市时间可以有差别,国有股和大部分法人股一般属发起人的股票,上市时间应比非发起人股票的上市时间迟。即使同是发起人股票,也要视是老企业还是新建企业的情况确定不同的时滞。

国有股、法人股与个人股并轨流通,是进一步发展股市的需要,也是转换上市公司经营机制的必要条件,应尽快加以解决。国有股、法人股与个人股由于各种原因,形成了一些难以并轨流通的障碍,必须在并轨流通时加以解决。本文所提出的解决具体办法,可能不周全。但思路应该是可以的,即向国际惯例靠拢。

注释:

见《金融时报》,1994-06-17、1994-10-12。

(责任编辑:曾德国)