

关于国有股流通的几点思考

张从华, 尹文慧, 周 琴

(武汉水利电力大学 经济管理学院, 湖北 武汉 430072)

摘要: 随着我国股票市场的规范发展和国有企业产权制度改革的深化, 国有股流通已是势在必行。首先从4个方面论述国有股流通的必要性, 然后指出了国有股流通在实施中将会遇到的制约因素, 最后结合实际情况, 从规模、时机、步骤、方式等方面提出了解决国有股流通的几点建议。

关键词: 股票; 国企改革; 国有股流通

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A

一、国有股流通的必要性

随着我国股票市场的发展, 上市股票越来越多, 但允许流通的股票仅限于社会公众股, 国有股(国家股和国有法人股)则不允许流通, 而从我国上市公司股权结构看, 国家股、法人股占全部股本的权重相当大, 一般公司都达到60%以上。这将会对我国股票市场的优化资源配置功能, 国有企业转换经营机制问题产生消极影响。由于国有股不能流通转让, 致使国有资产沦为“死”资产, 不利于国有上市公司优化股权结构, 也不利于对国有经济布局进行战略性调整。因此, 解决国有股上市流通问题势在必行。

(一) 国有股流通有利于规范我国股票市场, 促进其健康发展

1. 国有股流通增加股市容量, 抑制过度投机

我国股票市场是一个新兴的、不很规范的市场。市场流通规模很小, 截至1999年底, 上市股票总市值27 000多亿元, 但其中流通市值只有8 000多亿元, 使得股票市场的有效供给远不能满足投资者的需求; 且我国股市还是一个以散户为主的市场, 投资者并不完全具备投资理念。在这种情况下, 股市很容易出现暴涨暴跌, 过度投机现象, 影响股市的正常发展。

解决过度投机的有效途径就是股市扩容, 而扩容又可分为增量扩容和存量扩容。增量扩容是指通过快速扩大上市公司数量进行扩容, 虽然这样能有效地缓解市场供求关系, 但也会带来一些负面效应, 如加剧企业的不正当竞争上市和股市运行的不规范, 同时始终未解决国有股流通问题。而存量扩容通过国有股上市

流通则不存在上述问题, 又使股市摆脱历史包袱, 健康发展。

2. 有助于实现股票同股同权同利, 维护股市“三公”原则

根据股权平等原则, 所有股东都应按照他们所拥有的股份享受平等待遇, 即国有股和其他股同股同权, 同股同利。但国家出于防止国有资产流失而限制国有股流通, 而国有股又占据绝对控股地位, 其他股影响不大, 这不利于其他经济成分对国有股份公司的参与和投资, 同时也不能真正保证国有资产不流失; 另一方面, 国有股非流通性也不利于实现国有股和其他股的同股同利, 股票收益分为两部分: 股息和资本利得。由于我国上市公司一般用给股东送配股代替现金股息分配, 而国有股不流通不能获得配股流通转让带来的溢价收益。对资本利得而言, 国有股非流通性使国有股在股价上涨时不能转让获溢价收益, 在股价下跌时不能抛售股票以减少损失。而公众股则可利用其流通性获得资本增值和回避风险。所以, 由于国有股的非流通性使国有股和其他股份在权利、收益方面造成不同等, 这也是我国股市不规范的重要原因之一。

(二) 国有股流通有助于推动国有企业产权制度改革的深化, 解决国企转制问题

在我国, 股份公司大多由国有企业转制而来, 国有企业转制的目的是实现产权清晰, 政企分开, 使企业成为市场竞争主体和法人实体。然而在国有股权占绝对控股地位且不可流通的情况下, 国企转制的目的难以实现: 一方面, 国有股不能流通转让, 即国有股不能自由退出, 国有企业不存在被市场接管的风险, 这无疑会弱化经营者改善企业内部治理结构的压力和动力; 另

一方面,由于公司产权独立化的前提之一是股权分散化,当股东的股权分散化后,其不是没有能力就是控制成本太高而无法直接控制公司资产营运,法人独立支配公司财产才成为可能。而我国股份公司由于国有股权过于集中且不能流通,国有股东(国资局)能通过控制董事会直接控制公司资产营运,从而使股份公司与原国有企业在内部治理结构上没有本质的区别。因此,为了使经过股份制改造的国有企业真正成为市场主体,客观上要求在产权重新界定基础上允许国有股在股市上自由转让^[1]。

(三)国有股流通有利于实现资源的有效配置及产业结构的调整

在市场经济条件下,资本总是根据市场需求变化及时向高收益的行业和部门转移,实现资源的有效配置的;同时资本的自由流动也有助于产业结构根据市场机制的需求进行调整。成熟的股票市场是具备以上功能的。而我国股市本身才刚刚起步,加上国有股占据控股地位且不能自由转让,这就使资本的自由转移受到严格的限制,资本不能根据市场的需求进行转移,而在很大程度上要在行政主管部门的控制下运行。但行政部门的利益目标和企业目标并不完全一致,当二者发生冲突时,往往是以行政目标取代企业目标,这就必然严重影响国有资本运营的效益。此外,国有股不可流通性又使国有资产不能自由退出而影响对国有经济布局进行战略性调整及产业结构的重组。

(四)国有股流通有利于国有资产的保值增值

资本在市场机制作用下总是向高收益的地方流动,资本正是在流动中实现保值增值。国有股不能上市流通,使国有股东既不能在股价上涨时通过出让股票获得股票溢价收益,国有资产失去增值机会;又不能在股价下跌时抛出股票以减少损失回避风险。因此应该允许国有股流通,发挥资本流动趋利避害功能,从而提高国有资本运营效率,这样既能使现有国有资产存量优化重组,又能达到增量优化组合的目的,实现国有资产整体的保值增值。

二、国有股流通的制约因素

随着我国股票市场的规范发展和国有企业产权改革的深化,国有股流通已是当务之急。但要将其付诸实施却受到许多主客观条件的制约,如观念障碍,股市承受能力,操作主体缺位等问题。

1. 观念上的障碍

国有股流通意味着国有股和个人股并轨流通,不少人认为这将会导致企业国有性质的改变。确实,从

单个企业看,国有股流通使非国有股东可以购买国有股份,该企业的国有成分会减少。但从全局上看,国有成分并未减少甚至增加,因为从价值量角度,买卖双方实行等价交换原则,国家出售国有股份收回等值的货币资产,国家又可委托国有投资公司根据产业调整需要,用这部分资金购买其他公司的股票或增加国有经济在重点行业和领域的投入,从而提高该公司该行业的国有成分。

2. 股票市场容量的制约

在我国股票市场股权结构中,国有股份占据总股本的60%多,个人股比例仅占30%多,也就是非流通股是流通股的近2倍。在这种情况下如果允许大量的国有股上市流通,短期内市场上很难找到这么大的资金来支撑,这会对股市冲击太大,甚至有崩盘的可能,严重影响股票市场的健康发展。

3. 国有股股东代表不明确

由于国企转制后,谁真正代表股东权益不明确,“所有者缺位”问题依然存在。目前还是政府机构作为实际上的国有股东代表,但政府部门的职能和所有者职能是有区别的,政府部门的职能具有多元化特征,侧重于社会管理职能和宏观调控职能,所以要政府部门作为国有股流通的操作主体,实现国有资产保值增值及资源的有效配置这是不现实的。

4. 同股不同价的制约

国有股与个人股的股价差异是国有股流通的难点。由于历史原因,在国企股份制改造中,国有股(国家股和国有法人股)采用按不低于净资产的65%折价入股,而社会公众股则采用每股收益的15倍左右市盈率发行价格,这两者之间存在较大差异。国有股流通,股价是否同一,如何同一,如何平衡同股同价给各方造成的经济收益和损失,这些问题我们都要考虑^[2]。

三、国有股流通的操作思路

通过以上的分析,面对现实中的限制和障碍,我们必须从国有股流通的步骤、方式、规模、时机等方面考虑,最终找到解决国有股流通问题的办法。

(一)首先明确国有股股东代表

为了进一步转变政府职能和政企分开,国有股股东代表不能由国有资产管理部門(国资局)担任。因为国有资产管理部門作为政府机构其行为目标具有多元化特征,并且该部門又分为国家级和地方法级,由它担任股权代表会造成国有股权分割,因此它只能作为国有资产的所有权管理主体,即作为出资人代表行使所有者职能,负责对国有资产进行调控和监督。由它通过

国有资产运营中介——国有投资公司实现对国有企业的控股和参股投资,即由国有投资公司作为国有股股东代表。国有投资公司是介于政府国有资产管理机构和国有企业之间,从事国有股权运营,以盈利为目的的法人实体。国有投资公司对上是国有资产授权经营单位,对授与经营的国有资产承担保值增值的责任;对下是所投资企业国有资产的出资人和股权代表。这样既从根本上改变了政企关系,又改变了企业内国家所有者缺位的状况,有了人格化的国有股东代表来维护国有股的权益。

(二)国有股流通的操作

从长远角度看,国有股流通的最终目标是实现与公众股完全并轨流通,实现各股同股同权同利。但考虑到股市承受能力问题,国有股流通一步到位,对股市冲击太大,不利于股市的健康发展。此外为了适应国有经济战略性调整的需要,使国有经济逐步退出一般性竞争行业和领域,保证国有经济在重点行业和领域的投入。因此,国有股流通必须在保持股市基本稳定的前提下,选准时机,分阶段分步骤进行。

(1)在不同时期,国家证券监管部门应根据股市运行状况在保持适度规模新股发行数量前提下,对国有股上市流通规模做出合理安排。如在股市比较稳定,交易活跃时就可适当扩大国有股上市流通规模,而在市场低迷时则可缩小或暂停国有股流通。

(2)国家可根据国有经济布局及产业结构调整的需要来确定国有股流通的企业和比重:①对关系国民经济命脉的重要行业和关键领域,如自然垄断,提供公共产品和服务及高新技术骨干企业等,国有经济须处支配地位,国家需要绝对控股,国有股比重应控制在51%以上,由国有投资公司持有控股股份。②对于其

他行业和领域,国有股可以分批全部上市流通,国有投资公司则视其经营业绩和发展前景来决定是否参股控股或退出。如对产品市场前景好,具有一定实力的公司的国有股可以控股或参股;对产品有市场,但负担过重,经营困难的公司的国有股可参股或部分退出;对于产品无市场,长期亏损的公司的国有股应全面退出。

(3)国有股流通除可采用中国证监会最近实行的国有股配售方式外,还可采用多样化的方式:①国有股直接转化为流通股,这对那些国有股规模不太大且业绩较好的国有上市公司较适用。②配售流通:对于业绩平平且国有股规模一般的国有上市公司,可采用向老股东或社会公众,投资基金配股流通方式。如中国证监会确定的10家试点公司。③协议转让:这是一种在现实条件下可行的办法,既使国有股流通起来,又暂时避开了国有股直接上市给股市带来的冲击。④国有股转为优先股:由于优先股除无表决权外具有优先股息和剩余财产分配权,使国家既抓住所有权,收益权,又放掉具体经营管理权,这有利于国有资产的保值增值和政府转变职能,政企分开。但要注意普通股转优先股的比例问题,须结合我国股份公司股权结构的实际,对优先股的比例作出适当的限制^[3]。

参考文献:

- [1] 杨瑞龙. 现代企业产权制度[M]. 北京:中国人民大学出版社, 1996.
- [2] 金德环. 当代中国证券市场[M]. 上海:上海财经大学出版社, 1999.
- [3] 邵建云. 上市公司资产重组实务[M]. 北京:中国发展出版社, 2000.

(责任编辑 彭庆荣)

Reflections on circulation of State-owned shares

ZHANG Cong-hua, YIN Wen-hui, ZHOU Qin

(College of Economics and Management, Wuhan Univ. of Hydr. & Elec. Eng., Wuhan 430072, China)

Abstract: First, the necessity of State-owned shares' circulation is discussed from four aspects. Then, the obstacles that circulating State-owned shares will be confronted with, are pointed out. Finally, in combination with the actual situations, some suggestions on the circulation of State-owned shares are put forward from aspects of scale, opportunity, step and mode etc..

Key words: stock; State-owned enterprises' reform; circulating of State-owned shares