

国有股流通 :证券市场持续健康发展的内在要求

——从证券市场的发展看国有股流通的必要性

石劲磊

(厦门大学财政金融系 福建 厦门 361000)

【摘要】 本文通过对我国证券市场发展中存在的种种弊端深层次分析,揭示证券市场结构性和功能性缺陷的深层次原因——违背市场原则的股权人为分割,进而论证了国有股上市流通的必要性。

【关键词】 证券市场 国有股 上市流通

【中图分类号】F830.91 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-276X(2001)02-03-0143-02

随着中国证券市场的不断发展和国企改革不断推进,上市公司国有股的流通问题,已经成为一个不容回避的世纪课题,摆在全体国人的面前。本文将通过对我国证券市场发展中暴露出的种种弊端的深层次分析,揭示证券市场结构性和功能性缺陷的深层次原因——违背市场原则的股权人为分割,进而论证国有股流通的必要性。

一、我国证券市场发展中存在的问题

在过去短短十年间,中国证券市场从无到有、从小范围试点到大规模推广,无论上市公司家数、上市总市值、流通市值、上市公司的地区和行业代表性,还是二级市场交易量、证券投资者数量、机构投资者数量,都取得了令世人瞩目的长足进展,证券市场已经成为经济生活中不可或缺的一个重要组成部分,在我国国民经济中占据着举足轻重的地位。与此同时,我们也感觉到证券市场朝着长期、持续、稳定目标发展的步履日渐沉重,证券市场先天不足、后天营养不良而长期潜伏的弊病不断暴露:

(一)上市公司法人治理结构的普遍欠缺

股份制改革最根本的出发点是通过建立健全的企业法人治理结构,建立科学高效的现代企业制度,使企业达到最佳资源配置效率。而我国上千家上市公司实际上并未形成完善的法人治理结构,因而也就与真正意义上的现代企业制度相去甚远,主要体现在以下几方面:

政府干预企业的现象仍较普遍

“政企分开”是我们喊了多年的口号,但实际上政府至今仍在众多国有企业的经营中扮演着重要的角色,即便是处在企业改革前沿的上市公司也未能幸免。在我国上市公司中,国有股权比重达到62%,在国有股主导的股权结构中,国有股权的代表是政府,而政府并非完全的市场主体,其作为股权代表的目标与一般市场主体单纯追求经济目标不同,其目标是多元化的,既有经济目标,又有政治和社会发展目标,这种对公司的多元化评

价目标必然影响其作为国有股权代表对公司的管理和控制,导致上市公司中董事长、总理由政府行政委派、公司重大经营管理活动受政府直接干预现象相当普遍。甚者,有的上市公司因董事长、总经理均由市政府任命,各有“后台”,互相之间明争暗斗,经营班子无所适从,企业正常经营管理受到极大影响。

公司最高权力机关名实不符 股东大会流于形式

股东大会是现代企业制度运作中的最高权利机关,公司所有者在股东大会上行使和维护自己的合法权益,公司经营的执行者和管理者在股东大会上报告工作业绩,接受所有者的检验和考核,这是现代公司制度的核心。然而我国上市公司的股东大会往往流于形式,按法律规定本应由股东大会行使的职权,在实际运作中常常由董事会甚至董事长代为行使,有的上市公司股东大会在大股东操纵下向董事会授权过多,实际上剥夺了中小股东的决策参与权。

董事会工作的独立性不完整 董事职权被淡化

在现代企业制度下,董事会作为公司经营的执行机构,应根据企业发展需要独立开展工作。但在我国众多上市公司中,有的在董事会开会前事先征求大股东或当地政府的意见,根据他们的意见来进行决策,有的董事会决策程序缺乏独立性,董事提名受地方政府支配,乃至被用于安排机关分流的干部;与市场发达国家相比,我国上市公司在募集资金投资项目、资产购买和出售等方面的关联交易很多。上述种种现象使董事会工作的独立性大大打了折扣,董事的权责意识也相当淡薄。

监事会功能弱化、形同虚设

监事会功能被忽略在我国上市公司中是个普遍现象,监事会形同虚设在上市公司中已成为不争的事实。

(二)上市公司经营业绩普遍不尽人意、亏损公司比例上升、亏损“步伐”加快

根据权威部门的统计,截至2000年8月31日,公布2000

【收稿日期】2001-03-26

【作者简介】石劲磊(1971-)男,福建平和县人,厦门大学财政金融系金融学专业博士研究生,主要从事金融、证券研究。

年中期业绩的 1029 家上市公司加权平均每股收益为 0.1075 元,扣除非经常性损益后的每股收益为 0.0995 元;其中亏损公司 118 家,占沪深 A 股上市公司总数的 11.8%,而去年中期的这一比例为 9.67%,同比上升 22%。在亏损公司中,首次亏损的有 35 家,占到全部亏损公司的 30%;扭亏之后复亏的有 15 家,其余皆为连亏多次的老牌亏损公司。综观这 118 家中期亏损公司,行业分布和地域分布依然十分广泛并有蔓延之势。原先人们戏称的“一年绩优,两年绩差,三年亏损”的三部曲已被部分公司大大简化,新股一上市,业绩随即大幅滑坡的现象时有发生,上市到亏损的时间日趋缩短,上百家上市公司展开了一场亏损大竞走。1996 年上市的湖北兴化从绩优高成长明星沦为亏损大户可谓上市公司“变脸”一绝,但其从上市到亏损还经历了 3 年时间,而 1998 年上市、今年中期即告亏损的美亚股份、春都 A、广州冷机将上市到亏损的距离大大缩短,投资者还没回过神来,99 年刚上市的桦林轮胎、大元股份、数源科技和茂炼转债,又以惊人的速度沦为亏损一族。

(三) 市场投机气氛浓厚、违规现象屡禁不止

由于信息的高度不对称、各种违规操纵市场行为甚嚣尘上,整个市场市盈率偏高、泡沫成分不容忽视。我国证券市场发展正陷入这样一个怪圈:一方面,规范发展需要严厉打击证券欺诈、内幕交易和操纵市场等“庄家”行为;另一方面,市场的活跃又在相当程度上依赖庄家的市场带动行为和投机博弈心理。在此背景下,管理层出台的规范市场、打击“庄家”的种种措施往往被市场理解为“利空”,引发市场走向低迷,而管理层出台积极促进市场发展的“利好”,却往往被“庄家”利用,成为其操纵市场、推波助澜的工具。管理层“用心良苦却成空”,规范发展证券市场的良好初衷换来的是“一治就死、一松就乱”的两难和无奈,有识之士无不为此证券市场发展的这种僵局而忧心忡忡。

二、国有股不能流通造成的股权分割:证券市场健康发展的根本障碍

探寻证券市场过程中种种问题产生的深层原因,股权人为分割造成的市场分隔是根源所在。迄今为止,我国上市公司发行的全部股份均为普通股,然而同为普通股的这些股份又被人为划分为非流通的国有股和法人股、上市流通的 A 股和 B 股(境内上市外资股),其中只有上市流通的 A 股由于采用公开募集方式发行并在集中统一的公开市场上挂牌交易而算得上规范的普通股,而国有股和法人股由于采用发起或定向募集方式发行自其产生的时刻起就烙上了不规范的印子,加上其在整个市场上的比重高达 62%,且不能上市流通,其股权运作中的种种不规范做法也就愈演愈烈。正是由于股权过度集中于不能上市流通的国有股,股权结构不合理,导致上市公司法人治理结构不健全、关联交易泛滥、中小股东合法权益得不到保护;也正是由于公司法人治理结构不健全,董事、经理权责不明,管理无序,又缺乏有效的激励机制和监督约束机制,公司经营活动盲目混乱、效率低下,导致公司经营业绩难尽人意;同样,正是由于股权不合理地过度集中于不能上市流通的国有股,导致市场信息极不对称,为证券欺诈、内幕交易和操纵市场等“庄家”行为提供了生存和滋长的土壤。

由于股权的人为分割,市场规模被划小,市场资源的合理流

动不畅通,市场资源优化配置机制无法建立,国际上通行的市场规则无法实行,市场发展受制于先天性的功能性和结构性缺陷,即迄今为止我国证券市场仍主要是一个投机性市场而非投资性市场,是一个基本以筹资功能为主的市场而非资源配置市场,是一个高风险、低收益、高索取、低回报的市场,因而缺乏群众基础、信心基础和投资价值,也就难以将真正投资性、长期性和稳健性的资金吸引到这个市场中来。短期游资构成市场资金主体,这必然产生交易行为非规范化、交易目的暴利化和交易心理短线化。由于投机气氛浓厚,市场炒作盛行,股价表现与资源配置、企业经营状况及企业内在价值基础脱节,股票价格成为单纯的价值符号,股票投资成为纯粹的“金钱游戏”与零和博弈。于是就出现了这样的局面,一边是市场资金需求嗷嗷待哺,一边是 6 万亿居民储蓄按兵不动。可见,市场分隔所导致的市场过度投机和资源优化配置机制失效,已日益成为市场持续发展的严重障碍。

已走过 10 年路程的中国证券市场,尚未跨越投机市场阶段而进入较高层次的资源配置市场阶段,其根源在于历史原因所造成的制度安排不合理,主要是为人锁定占股本总量 62% 的国有股不予上市流通所造成的。这一制度安排的弊端在于:

- (1) 违背了股权平等和股权流动原则;
- (2) 不利于国有股东、法人股东运用“退出权”维护自身权益;
- (3) 弱化“用脚投票”即市场约束、评价、监督功能;
- (4) 人为扭曲市场供求关系,影响市场的正常发育。

首先,作为市场主体成分的国有股失去了流通资格,这样的证券市场必然是“跛足”的和畸形的;其次,国有股无法通过流通、转让实现资产重组与结构调整,这是证券市场资源配置功能失效的根本原因;再次,由于无法流通,国有股东在上市公司增资配股时没有积极性,甚至不顾公司发展需要而滥用其控制权阻挠董事会、股东大会通过增资配股决议,这已成为证券市场 and 上市公司持续健康发展的严重障碍;最后,证券市场资源配置效率主要来源于股权的交易、流动和重组,由于占总股本近 60% 以上的国有股不能流通,导致市场流通筹码不足,市场供求关系被人为扭曲,是市盈率偏高的要因。

三、国有股流通:证券市场持续健康发展的必然要求

既然我国证券市场陷入僵局的根本原因在于市场功能性和结构性缺陷,因此,变投机市场为投资市场、变筹资市场为资源配置市场,把证券市场真正建设成一个投资性资源配置市场,就成为我国证券市场健康发展的必由之路。通过前面的分析,我们已经知道,我国证券市场功能性和结构性缺陷的深层原因在于国有股不能流通造成的股权分割。由此所决定,解决我国证券市场发展中种种问题的治本之举惟有国有股上市流通。

对于国有股上市流通,市场一般认为存在两大障碍:一是观念上的障碍,担心国有股上市流通会造成国有资产流失以及国有经济失去控股地位;二是投资者的心理障碍,绝大多数投资者认为目前的市场容量难以承受数量巨大的国有股存量上市,国有股上市等于市场扩容几倍,市场可能崩盘。因此,视国有股上市为特大利空,恐惧万分。

实际上,上述认识都有失偏颇。笔者以为:

- (1) 国有股必须上市。这不仅是股权平等(下转第 147 页)

业管理组织负责原有企业的清产核资工作和为实施承包的准备
工作 新公司承包发起人的组织工作 ,企业的日常必要管理工作。
承包人管理组织负责审查承包人资格 ,发包、转包、退包和
中止承包的工作 ,抵押金的收缴和利润分配工作等。承包期一
般为三年 ,但有特殊情况需要退包或转包的 ,一般情况要留下
一年的抵押金 ,作为企业因此而可能发生亏损时的弥补亏损预
备金。若在其退包或转包后一年内企业效益良好则届时退还其
被扣押的一年的抵押金。监事委派管理组织对将要委派到实行
国有资产投资承包人制度企业的监事进行政治教育和业务培训。
企业重大决策审查组织对实行国有资产投资承包人制度企业的
重大决策 ,如合并、分立、增减资本、转产以及大宗交易等进行
调查论证和审查批准。

要积极地推动国有资产投资承包人制度的实施。首先 ,要
确定科学的承包基数 ,即政府要求的国有资产投资的平均利润
率。这个平均利润率应该是近三年国有资产投资总利润除以三
年来以投资形态计算的国有资产之和的商乘 100% ,当然三年
来以投资形态计算的国有资产之和要减去政府用于冲消国有企
业坏帐、呆帐和死帐的资金的总数额。在这个基础上还要计算
出各行业和部门的平均利润率。开始实行承包的几年 ,被承包

的国有资产的利润率要低于近三年来的平均利润率 ,对近三年
出现亏损、无利和微利的行业和部门 ,宁愿政府倒帖 ,不能让
了心的承包人吃亏。这一方面是被承包的国有资产用于投资的
资产保值基本有了保障 ,再不需要政府拿出资金冲抵坏帐、呆
帐和死帐了 ;另一方面是让利于民 ,以吸引更多的投资承包人
承包国有资产投资。其次 ,在试验成功的基础上加大宣传力度。
要宣传国有企业已有的优势如人才、资源、资金、规模经济效
应和政府扶持等方面的优势。要宣传国有资产投资承包人制度
试点企业的成功经验和事实 ,要让人们了解 ,只要承包人发挥
了股东的作用 ,企业效益就会提高 ,承包人就会获利。第三 ,
动员原企业干部、管理人员和员工积极参与承包 ,因为这一制
度的推行 ,对职工来说比实行内部股掏钱少 ,获利的希望大。
如果这部分人能承包完本企业国有资产投资额更好。他们以
双重的身份参与企业的生产和经营会加倍努力的。他们的积极
性调动起来 ,充分发挥自己的聪明才干 ,企业效益一定会好。
如果按计划安排的国有资产投资额自然人没有承包完 ,可允
许投资公司参与竞标。

(责任编辑 :X 校对 :R)

(上接第 144 页)和股权流动的必然要求 ,是理顺股权结构、
改善公司法人治理结构所必需 ,更是将投机市场、筹资市场
转变为投资市场、资源配置市场之关键 ,换言之 ,是中国证
券市场实现历史性跨越的关键点。

(2)国有股上市流通不仅不能与国有资产流失划等号 ,而且
是国有资产在流动中实现资产保值增值的关键。国有股是目
前国家可高度支配的一笔巨大财富 ,只有上市流通 ,才能将
呆滞和不能流通的股权变现 ,解放一批长期套牢的资金 ,改
善不少企业的财务状况 ,不流动才是最大的流失。

(3)国有股上市必须兼顾社会公众股股东利益 ,充分体现公
平、公正原则。由于“异价发行”(即国有股、发起人法人股
按照面值平价发行 ,而社会公众股按溢价发行)导致国有股
股东认股成本与社会公众股股东存在巨大差异 ,因此 ,国有
股上市流通之前应以适当方式先行挤去泡沫 ,这样才符合公
平、公正的原则 ,社会公众股股东在得到保护之后将打消国
有股上市流通的疑虑。

(4)国有股上市流通必需充分考虑到市场的承受能力 ,并对
市场外围资金进入提供契机 ,同时可考虑在保证市场“三公”
原则的基础上 ,出台一系列有利于市场发展的重大利好 ,确
保国有股上市流通不对市场造成过大压力 ,否则就与促进
证券市场持续健康发展的国有股上市初衷背道而驰了。事
实上 ,从已经实施转配股上市及国有股配售的上市公司股
价表现及市场反应来看 ,转配股上市及国有股配售并未对
市场形成压力 ,有关股票

不跌反升 ,市场反应也较好。可见只要措施得当 ,国有股
上市流通并非洪水猛兽 ,而是促进证券市场持续稳定发展的
有力保障。

最后值得一提的是 ,国有股上市流通不仅是证券市场长
期健康发展的内在要求 ,还是维护国有股东合法权益、实现
国有资产保值增值、促进国企改革顺利进行的有力保障。通
过国有股上市流通 ,建立国有资本投资的退出机制 ,国家兑
现资产增值 ,同时促进国有资本的战略转移 ,也是建立、健
全社会主义市场经济体系的有力保障。

【参考文献】

- [1]程合红.国有股权研究.中国政法大学出版社,2000.
- [2]于纪涓.股份制经济学概论.股票、债券、证券交易所和股份制度.复旦大学出版社,1999.
- [3]周如昌,候义超.股份制与股票市场.中央编译出版社,1995.
- [4]熊海斌,夏杰长.国有股减持问题研究……兼论减持与流通同步解决.中国工业经济,2000.(8).
- [5]翟旭.试论上市公司国有股减持变现途径.国际金融研究,2000(7).
- [6]卢传敏,吴忠仪.国有股减持探索.中国改革,2000(6).
- [7]杨智慧,徐战平.减持国有股途径探讨.企业经济,2000(5).
- [8]肖焯.国有股减持和流通方案探讨.经济师,2000(4).
- [9]陈梦根.寻求国有股流通与减持的解决方式.经济导刊,2000(4).
- [10]汪翠荣.减持部分国有股方式的比较分析.武汉交通科技大学学报(社会科学版),2000(1).
- [11]徐彩霞.国有股减持政策分析.中国金融,2000(2).

(责任编辑 :X 校对 :T)