

## 关于国家股上市的几点看法

邱华炳 王家春

近年来,国家股上市成为一个热点问题。讨论的焦点不是如何上市,而是是否上市。可见,国家股上市首先是一个观念问题,然后才是一个操作问题。有鉴于此,我们谈几点看法。

一、国家股、法人股、个人股都不是稳定的股份形态和独立的股种,只是股票由于其持有者的社会身份而获得的名称。

作为一种稳定的股份形态,必须符合这一条件:其名称不必随时间、地点和持有主体的改变而改变。例如,普通股,不论在什么时候,什么场合、不论在谁的手中,都可以称为普通股;优先股、记名股、不记名股也都如此。而国家股,即国家所持有股份,只有在国家的手中,才可以称为国家股;一旦被出售,流入法人或个人手中,就应当相应地称为法人股或个人股;反过来,法人股和个人股,即法人和个人所持有的股份,一旦为国家所收购,也必须更为国家股。可见,国家股、法人股、个人股都不是稳定的股份形态。其根本原因在于,“国家”、“法人”、“个人”是股东的社会身份(这些身份的取得并不依赖于股份公司,故称“社会身份”),而不是股票内在的属性。正因为如此,国家股、法人股、个人股之间谈不上种类差异,只能体现出股东在社会身份方面有所不同。

股票种类的划分有多种方式。按票面形式,可分为记名股与不记名股,有面额股与无面额股;按对应的权力,可分为普通股与优先股;优先股又可细分为累积优先股与非累积优先股,参与优先股与非参与优先股。这些划分方式有一个共同点,即按照股票本身的属性来划分,这些属性不随时间、地点和持股人的不同而改变。把国有企业股份制改造中所发行的股票划分为国家股、法人股和个人股,实际上是按照股东的社会身份把股票分类,不能体现股票本身的属性。所以说,国家股、法人股、个人股都不是独立的股种。对股票作这样的划分,仅仅在关心股东社会身份,统计各种社会身份的股东在公司中的持股比例,进而分析社会资产所有权的宏观结构时,才有意义。在我国,由于意识形态方面的原因,国家、法人、个人在社会资产总量中所占的份额受到高度的关注,因此,国家股、法人股、个人股成为一种常见的股票分类方式。久而久之,三者都俨然成为独立的股种和稳定的股份形态,引起了不少误解;而实际上,国家股、法人股、个人股只是根据股东的社会身份对股票的称呼。

二、个人股交易与法人股交易彼此隔离、国家股无处出售,在本质上是奉行对不同社会身份的股东区别对待的原则,不符合发展社会主义市场经济的要求。

当前,我国股市由上海证券交易所、深圳证券交易所、STAQ、NETS,及其异地会员组成。上海、深圳证券交易所是个人股交易市场,但既允许个人在其中交易,也允许法人参与;STAQ和NETS是法人股交易市场,名义上仅允许法人入市买卖,但实际上许多个人打着法人的幌子取得入市资格。在逻辑上不能成立的是,在个人股交易市场,个人股被法人买进后,仍视为个人股;在法人股交易市场,法人股被个人买进后,也继续称作法人股。似乎个人股、法人股是某些股票不可更改的属性,是稳定的股份形态和独立的股种;这从反面表明了股市现状的不合理性。

彼此隔离的个人股交易市场和法人股交易市场,从本质上看,是奉行对不同社会身份的股东区别对待的原则,因为,如上所述,个人股、法人股、国家股都只是股票由于其持有者的社会身份而获得的名称而已,并不是独立的股种。如果考虑到个人股交易市场设立在先、法人股交易市场设立在后,国家股至今无处出售,就更让人感到股东社会身份与其市场权力紧密地联系在一起。这种做法显然违背了经济主体之间相互平等这一市场经济的基本原则,不符合建立社会主义市场经济体制的改革目标。因此,有必要对现有股市加以改造,使各种社会身份的股东在进入股市方面享有平等的权利,相互之间自由地交易。这就需要对国家入市操作解禁,把国家股、法人股也接纳到上海、深圳股市中去;中止STAQ和NETS的运作,或把这两个法人股交易系统改造成规范的、不区分股东社会身份的证券交易所。这些工作牵涉面很大,难以一步到位,可以分步骤进行;也可以寻求其他既稳妥、又符合规范的改造途径。

三、国家买卖股票的过程本身,只改变国有资产的具体形态,不影响其价值规模;尽管如此,国家出售股票,须以保持在自然垄断性行业、正外溢性项目和关键性企业中的控股地位为前提。

国家股上市的最大阻力来自这样一种观念:国家股的出售等同于国有资产的减少。实际上,这是一种想当然的看法。用繁琐的语言来描述,国家股的出售,是国家以股票向其他经济主体换取货币的过程;股票是一种资产形态,货币也是一种资产形态,而且是流动性最高的资产形态。所以,国家股的出售,在本质上,是国有资产由证券形态转化为货币形态,是国家资产流动性增强的过程,而不是国有资产的减少或流失。同样的道理,国家买入股票也不带来国有资产的增加,仅仅使国有资产由货币形态转变为证券形态。可见,国家买卖股票的过程,是国有资产具体形态在货币与证券之间转化的过程,并不改变国有资产的规模。

既然如此,如果仅仅从维持国有资产规模的角度出发,就没有必要硬性规定国有企业股份制改造后国家在其中的持股份额,更不必通过限制国家股入市来保持这一份额。但我们不是说,毋须考虑国家的持股份额。相反,我们认为,尽管国家在股市的操作过程本身并不影响国有资产的规模,但某些行业、项目或企业,由于其自身的特点和地位,国家出售其股份应当有量的限度,以保持控股地位。具体说来就是:

(1)自然垄断性行业。如铁路、邮电、通讯、电力、供水等行业,其平均成本随规模的扩大而递减,如果有两个或更多的主体竞争,一定会造成浪费,所以适宜于国家垄断或控股。

(2)正外溢性项目。如水利设施,桥梁工程、公路修建、环境治理,其社会效益大于项目本身的收益,如果实行股份制,国家应积极控股。

(3)关键性企业。如大型油田、矿山、石化公司、钢铁公司,在本行业中举足轻重,关系到综合国力和整个经济的稳定与发展,国家也有必要在其中控股。

四、国家股不上市,使国有资产象过去一样缺乏流动性,阻碍国有资产收益的提高;反之,国家入市操作,有利于国有资产保值与增值。

在对国有企业进行股份制改造以前,国有资产仅有实物资产(如土地、厂房、机器、设备)、无形资产(如商标权、专利权、商誉)和货币资产三种形态,较多地表现为实物,没有证券形态。这种形态结构造成国有资产的流动性严重不足。因为:(1)实物资产和无形资产往往不具有广泛的通用性(例如,小型轻工企业所使用的小片土地与低矮厂房,对于大重工企业来说意义不大;炼油设备不能用于纺纱织布;食品厂的专利权、商标权与商誉,造船厂并不需要);(2)土地与房屋在位置上具有固定性;(3)机器、设备虽可以搬迁,但付出的成本很高。这些因素限制了国有资产的流动性,使其呈凝滞状态;不能便捷地、以低廉的成本从低收益场所向利润丰厚之

处流动。

国有企业的股份制改造,使其中国有的实物资产、无形资产、货币资产同时转变为股票这种金融资产。在这种情况下,国家股能否出售,成为国有资产流动性的决定因素。如果国家股不能出售,国有资产就仍象过去一样处于凝滞状态,无法向高收益之处流动;反过来,如果可以出售国家股,股份制企业中的国有资产就由“死水”变成“活水”,获取较高的收益也成为可能。例如,如果某公司绩效不佳,国家可以卖出其持有的该公司的股票,把收回的资金用于买进绩效较好的公司的股票,或投入到预期利润率较高的项目中去;如果股票卖出价高于当初的买入价,国家还可以获得一笔价差收入。又如,在公司以优惠价格给原有股东配股时,国家可以卖出一部分旧股,以此筹集资金买进便宜的新股,以免由于财政收支紧张而不得不放弃新股认购权。由此可见,国家在股市上只要操作得当,对国有资产保值与增值大有裨益。

五、国家股不能出售,政府受财力限制,对产业结构难以作有力的调整;反之,把出售一部分国有股份作为一条新的筹资渠道,可以大大加快产业结构的步伐。

调整产业结构,需要向“瓶颈”产业大规模地注入资金。但是,近几年来,财政收支日趋紧张,举债规模呈递增趋势,偿债高峰也越来越近;在今后较长一段时期内,财政状况难以出现明显的好转,甚至困难还会不断加重。在这种情况下,国有股不上市,就很难想象政府能够在调整产业结构方面有所作为。与此相反,出售一部分国有股份,并把收回的资金注入到“瓶颈”产业中去,政府调整产业结构的进程将大大加快。

采用这种办法调整产业结构,实际上包括三个步骤:

(1)国有企业进行大面积的股份制改造,以保证有足够的国家股可供出售;(2)出售一部分国有股份,筹集对“瓶颈”产业投资所需要的资金;(3)对“瓶颈”产业投资。

这三个步骤都要有计划地进行,以便相互衔接,满足产业结构调整的需要。国有股份的出售,应当列入国家预算,这需要在建设性预算中增设“出售国有股份收入”这一新的项目。

六、冻结国家股是股份过高、股市动荡的原因之一;如果采取适当的措施,国家股上市将促使股份向合理水平“软着陆”,并大大增强股市的长期稳定机制。

不少人担心,国家股大量入市会造成股价滑坡,给广大的“股民”带来灾难性的损失。从现实情况看,这种担心并不是没有依据——在上海和深圳股市,“小道消息”关于国家股上市的传闻,就足以引起投资者恐慌、股价下跌。尽管如此,在我们看来,维护股市稳定不能作为继续冻结国家股的理由。

(1)股票供给与股票需求之间的较大差距,已造成股票价格与上市公司的绩效脱节,在不合理的水平居高不下。维持这种股价水平,实际上是听任股市在供不应求的畸形格局中不健康地运行。如果承认冻结国家股是造成股票供不应求的原因之一,那么,以国家股上市扩大股票供给,缓和供求矛盾,促使股价逐步回落到合理水平,才是正确的选择。

(2)实际上,我国股市的稳定性并不好,几乎一直在大起大落中运行,在短短几年的时间里,暴涨暴跌多次发生。其基本原因之一是,较大的供求差距使股价获得很强的离心力,摆脱了公司绩效的约束。而较大的供求差距中,国家股不上市有不可推卸的责任。所以,封闭国家股不是有助于股市的长期稳定,而是起到相反的效果。

上述两点可以说明,不能把维护股市稳定作为继续冻结国家股的理由。但并不是说,在国家股上市方面,毋需顾及股市的稳定。我们认为,国家股上市使股票供求差距缩小,加上“股民”预期心理的作用(即预期股价将会下跌,而将股票出手),股价下跌将是必然的。对这种结果要从两方面看,即一方面,股价由不合理的高位下跌,回到与公司绩效同步运行的轨道是好事;

而另一方面,股价下跌使广大“股民”,尤其是大户,蒙受损失。后一个方面可以看作前一个方面的代价,但毫无疑问,这种代价越低越好。为此,在国家股上市的同时,要采取措施使股价平缓回落而不是暴跌,即保证股价由高处“软着陆”。为达到这一目的,国家股上市可分为三个步骤进行:第一步:明确国家股已经取得上市资格,但并不出售国家股;第二步:少量出售国家股;第三步:国家视国有资产保值、增值,产业结构调整 and 股市稳定等方面的需要,在保证对自然垄断性行业、正外溢性项目和关键性企业控股的前提下,有计划地参与股市交易。

为了保证股价“软着陆”,三个步骤之间要拉开一定的时间间隔。在前两个步骤中,如果股价有骤跌迹象,国家可以从法人与个人手中买进股票,稳定投资者的信心。在国家股上市之前,或在其同时,上海、深圳证券交易所可以增加异地会员,把更多的投资者吸引到股市中来,以便起到支撑股价的作用。

七、国家入市操作要兼顾提高国有资产收益,为调整产业结构筹集资金、平抑股市波动三重目标,并坚持在自然垄断性行业、正外溢性项目、关键性企业控股的原则。

确定国家入市操作的目标,必须同时考虑两个方面:一是国家入市操作应当追求什么效果;二是国家入市操作能够产生什么效果。只有兼顾这两个方面,才能保证所确定的目标既具有合理性,又具有现实性。从这两个方面考虑,在上文的基础上,我们提出国家入市操作的三重目标:(1)提高国有资产收益;(2)为调整产业结构筹集资金;(3)平抑股市波动。

首先以牛市为背景。在这种情况下:

(1)从提高国有资产收益的角度出发,最好的操作办法,是象普通大户一样做多头,即首先抢购股票、哄抬股价,然后在估计股价已升至峰顶时,把抢购来的股票连同原先持有的股票一齐出手,赚取价差。

(2)从为调整产业结构筹集资金的角度看,出售国有股份的基本动机是变现,而不是赚取价差;但赚取价差意味着有更多的钱可用于对“瓶颈”产业投资,对调整结构有利而无害。所以,牛市是出售国有股份为调整产业结构筹集资金的好时机,但在操作办法上没有必要象上一点那样苛求价差。

(3)从平抑股市波动的角度出发,国家不能做多头哄抬股价,只能及时卖出原先持有的股票,抑制股价涨势,使其趋于平稳。

其次,以熊市为背景。在这种情况下:

(1)从提高国有资产收益的角度看,国家应当象普通大户一样做空头,即迅速抛出股票、推动股价进一步下跌,等股价跌至低谷时再抄底,从而赚取价差。

(2)从为调整产业结构筹集资金的角度看,熊市不是把国有股份变现的好时机,如果急需资金,也可以迅速卖出股票,但没有必要再去抄底。

(3)从平抑股市波动的角度看,国家不能做空头,推动股价进一步下跌,只能及时卖出股票,抑制股价跌势,使其趋于平稳。

由上述可见,不论在牛市上,还是在熊市上,三重目标都有不和谐之处,尤其是提高国有资产收益与平抑股市波动这两个目标之间冲突较大。对此,我们的看法是:国家入市操作不能孤注一掷地追求单一的目标,必须根据实际情况,权衡利弊,把三重目标兼顾起来。

(作者工作单位:厦门大学财金系) 责任编辑:谢卫