

□ 《关于法人股出路问题的对策研究》课题组

## 对法人股出路问题的政策建议

法人股的出路问题实质就是法人股如何流通的问题。法人股出路问题虽然积淀已久,但我们也绝不能由此而轻率行事,急于求成,而应在详尽的可行性论证的基础上进行制度和方法的创新,从深层的具体环节上提出切实可行的解决办法。

### 一、法人股进入流通的方式创新

当前的市场条件下,旨在一揽子解决法人股的问题是不现实的,已有法人股流通方式也有缺陷。因此,有必要对法人股流通方式进行探索和创新,为最终解决法人股问题创造条件。

1. 改部分法人股为优先股。在现代公司制度中,股份制公司的股份除了一般的普通股以外,还有一类在股东权利上与之有差异的优先股。一般来说,普通股是股份公司股本的基本构成部分,具有股票的所有基本性质,即它拥有对公司经营方针的制定权和对经营活动的参与权,同时也承担着公司经营失败的大部分风险。而优先股则比普通股具有两个方面的“优先”权力:一是优先分配股利的权力。即在普通股获取红利之前,必须按事先的约定,将公司获利首先分配给优先股的股东。一般在正常经营状况下,优先股有高于普通股的固定股利收益。二是优先分配公司剩余财产的权力。即在公司改组、解散或破产时,相对普通股,优先股对剩余财产具有优先求偿权。当然,有所得必有所失。优先股在对公司经营活动的参与方面,则比普通股的权力要小得多。按国际惯例,优先股一般对公司的经营活动是没有投票权的,并且,依据风险与收益正比的原则,在公司盈利大幅度增长的情况下,优先股也得不到更多的额外收益。由于优先股的上述特点,股份公司发行优先股,往往可以吸引一大批希望获得定期股利的投资者。

股份制这种企业制度一个很大的特点就是企业在治理结构上有一个有效的制约系统。股份公司除了依靠监事会对公司的日常经营活动进行监督以外,还可依靠股东大会对公司的经营方向、经营决策等重大经营问题进行有效的制约。而股东大会对公司重大经营问题的制约,则直接取决于公司的股权分布结构。若公司股权分布结构不合理,大股东的持股比例过高,广大的中小股东对公司经营活动的发言权和制约权过小,则这些中小股东在“用手”投票失灵时,可能被迫“用脚”来进行投票,从而最终损害了公司的形象。

因此我们建议,在普通股股权分布过于集中的公司,是否可以将一部分普通法人股转换成优先股。此方案如能实施,则可起到一石二鸟的效果。首先是可以改善这些公司的股权结构,在股权变动不是很大的条件下降低表决权过于集中和方差偏大的弊端。其次是可以分流部分法人股。虽然从根本上讲,优先股也有上市流通的问题,但一般而言,持有优先股的目的多数是为了获取一份较为稳定的长期收益。因此在一般的情况下,优先股的股东不会为了获取股市的

短期价差而在股市上频繁地购进抛出。如在对部分法人股进行优先股的转换时再辅以恰当的管理方法,我们认为,可以解决一部分法人股的出路。

2. 改部分法人股权为债权。法人间的相互持股,即所谓的“环向持股”,并不是我国的独创。如据日本资本市场研究会的推算,在日本的上市股票总额中,约有30~40%的股票是被大公司之间相互持有的。就“环向持股”的目的来看,除了经营方向上的原因之外,更主要的是为了保持一种比较稳定的经营协作关系。

而在我国,由于特殊的历史原因,有相当一部分企业是出于无奈才被迫持有其他公司法人股的。如当时不少企业在进行股份制改制时,为了改制的顺利,采用了互相购买对方法人股的“环向持股”方式。即企业A、B在基本相同的时间进行股份制的改造,为了符合有关的法规条例,使改制能顺利地进行,A企业就“主动购买”了若干B企业的法人股,作为回报,B企业也理所应当“主动持有”部分A企业的法人股,于是,A和B都成功地改制成了股份制公司。这样,就造成了一些公司既非为了加强经营协作,又非为了经营方向的需要而非意愿的持有了其他公司的法人股。据一些专家估计,在上市公司中,由这样“环向持股”所形成的法人股约占到全部社会法人股总量的20%以上,导致了不少公司资金周转的困难。

对于这类既非为了加强经营协作,又非为了经营方向的需要而非意愿持有的法人股,可通过改法人股权为债权的途径予以部分地解决。即对一些资产负债率较低的公司,可通过协商,允许其法人股东将股权转为债权。当然,在具体的操作过程中,要涉及到转为债权后的还债利率、还债期限以及转换价格等较为棘手的问题。

对于法人股权转为债权的方案,我们认为要受到除了公司资产负债率的限制以外,还要受到公司经营业绩的制约。公司的经营业绩如果长期不佳,所得股利总是低于企业的银行存款利率,则当股权转为债权后,公司将无力偿还该债务(假定还债利率以企业的银行存款利率为参考),在这种情况下,公司不愿意将股权转换为债权;反之,如果公司的经营业绩一直很好,所得股利常常是高于企业的银行存款利率,在这种场合下,法人股东一般就不愿意将股权转为债权,因为以股权的形式可得到更多的股利(当然,还必须以法人股东的资金状况较为宽松为条件)。因此,从企业的经营业绩来讲,法人股权转债权的可行性不是很大的,它只存在于企业的银行存款利率某一个不大的区间内。尽管如此,这仍然是解决法人股问题的一种方法创新,是分流法人股的一条出路。

3. 回购减资。对那些非意愿持有法人股(特别是以“环向持股”的形式不得已持有的法人股)中不适合转为债权的部分,还可考虑以回购减资的方式进行再次分流。

所谓回购减资,就是股份公司以购买主体的身份,从市场上购回本公司自己的股份,然后向有关部门申请注销这部分股份,以达到减少公司资本金的目的。由于资本充实原则(或称资本维持原则)是股份公司资本三原则之一,为了反映公司的真实财力、防止虚假资本的现象,一般国家都对股份公司的回购作出了较严格的限制。但基于同一目的,一般也都允许股份公司进行回购减资,以真实反映公司的财力,保护债权人的利益,维护市场竞争的公正性。在我国的《公司法》中,也允许公司为减少公司资本而进行回购并加以注销行为的存在。

为解决法人股的出路,我们认为首先可在非意愿的“环向持股”的法人之间进行试点,由互相持股的股份公司协商,各自从对手中购回自己的股份,然后到有关部门将这部分股份加以注销。这一方案的实施,估计首先遇到的难题是资金问题。我们建议,在回购双方就价格等具体问题初步达成意向以后,由政府有关部门先注入部分资金,帮助回购双方解开这一疙瘩。当然,

为稳妥起见,政府首先注入的是可以互相冲抵的那一部分资金。实际上,政府的这部分资金只是暂时垫付而已。如“环向持股”的两公司是A和B,经双方协商,回购所需资金分别是X和Y(且假设 $X \geq Y$ ),政府则可先注入资金Y,将资金借给B公司。B公司获得了这部分资金后,用以回购A公司所拥有的本公司法人股。而A公司在转让了这部分法人股后得到了资金Y,可用来回购B公司持有的本公司的法人股。当B公司转让了其所持有的A公司法人股后,又收回了资金Y,即可归还给政府的有关部门。这样,政府有关部门只是暂时垫付了部分资金,就支持了A和B解决了部分法人股的问题。当然,如果这个“环”上有不止两家公司时,回购的情况就要稍微复杂些了。

4. 改部分法人股为内部职工股。随着社会的进步和管理学的发展,人的尊严和劳动者在企业中的作用日益受到重视,如被认为是现代股份制度变革趋势之一的职工持股计划(Employee Stock Ownership Plan,以下简称ESOP)近10年来在美国得到了广泛的发展。

ESOP在产权的主体和实体两个方面对现有的股份制度进行了改进。在产权主体方面,ESOP的实施使股东人数大大增加,推进了产权主体的社会化。在产权实体方面,ESOP在传统的物力资本观念中引入了人力资本的概念,泛化了产权的实体。在工业发达国家,ESOP的一般做法是企业从利润中划出一定的资金,交由专门成立的职工信托基金会购入本公司的股票。然后,基金会再依据职工的工资额或对企业贡献的大小,将股票计入职工的名下。一般来讲,企业的职工在规定的时间内不得将名下的这部分股票进行转让。因此,有些企业在这段时间内只向职工发放一种投资凭证。

在实施ESOP的过程中,有三个公认的原则。即所谓的参与原则、按劳分配原则和有限原则。参与原则要求实施ESOP企业的职工广泛参与;按劳分配原则规定凡为企业付出劳动的职工,均可按付出的多少从基金会获得一定的股份;有限原则则规定了职工从基金会获得股份的数量。从一些企业实施ESOP的结果来看,ESOP对企业经营是有相当影响的。据美国商务部在80年代对ESOP的一项研究表明,在经营条件相同的情况下,职工的股权越大,企业的凝聚力和效益就越好,从而企业的盈利也就越多。另据一份调查数据表明,采用ESOP可给企业带来高出原来50%的利润。

随着我国股份制改革的深入,有必要对原来国有企业中职工代表大会等民主管理方法进行改进。在我国股份制改革伊始,为调动改革试点企业职工的积极性,在试行改制的企业中,普遍都实行了内部职工股的做法。然而,由于我国股份制改革的经验还不足,在内部职工股的制度规定和管理上还存在着许多不规范和不完善之处。如上市公司的内部职工股在经一段时间的限制后即可上市流通,由于一些公司内部职工股在购买成本上要低于社会公众股,所以一旦允许上市,就有相当一部分职工立即将其抛掉,以获取一级市场和二级市场的价差。这样,实质上就将内部职工股异化为“福利股”,有悖于设置内部职工股的初衷。

为此,可结合ESOP在我国的推行,改部分法人股为内部职工股。在具体的操作上,应当在以下几个方面加以重视:①根据ESOP的参与原则,我国的ESOP应以企业全体职工为股权的持有对象。因为职工一旦成为企业股东,他们就能以所有者的身份更加关注企业的经营和兴衰。因此,为了调动更多职工的积极性,在我国推行ESOP时,还是以企业的全体职工持股为好。实际上,这也是我国在股份制改革中采取内部职工股做法的目的之一。②为了起到调动职工积极性的作用,职工的股权不宜太小。当然,为体现按劳分配的原则,可以依据职工对企业贡献的大小,分别给予不同的股权(如根据不同的岗位、不同的工龄等)。③为了使ESOP真正

发挥作用,企业的在职职工不得退出 ESOP。即只要作为企业的一员,就必须持有本企业的股权。企业职工只有在退休或调离企业时,才能将这部分股权进行转让(为了规范 ESOP,可进一步规定当企业职工调离本企业时,必须退出本企业的 ESOP)。<sup>④</sup>为了规范 ESOP 的实施,应在企业中设立专门的机构对这部分职工股权进行管理和操作。该机构主要的职能是:办理企业职工加入和退出 ESOP 的事宜,当企业招聘新职工时,在规定的时间内为新职工购置股权,当职工离开企业时,为其办理退出 ESOP 的手续;代表所持股份,行使股东对企业经营的权力;代理职工所持股权的分红、送配股等有关事宜等等。鉴于我国工会的性质和作用,该机构可作为工会的一个部门,以便将企业职工作为股东的权力和原有的民主管理权力相结合,更好地发挥企业主人翁的作用。

5. 鼓励基金投资法人股。基金是一种大众化的投资工具,当一国的证券市场发展到一定的程度,其金融工具的数量和种类达到某一阈值时,在这个国家的金融市场上,各类基金就会应时而生,并获得相应的发展。据一些资料反映,在美国目前仅投资基金就约有 5000 个,吸引了大约 3800 万个投资者,基金资产已超过了 2 万亿美元。此外,基金在日本、韩国和我国的台湾等地也都有较快的发展。

基金对证券市场的投资有其自己的特点,如交易频率较低但交易数量较大。由于基金投资证券市场的目的—般在于获得长期收益,很少为短期的市场价差进行频繁操作,这一特点就使得基金一旦投资于法人股,就会有一段较为稳定的持有时间(即使在法人股能完全流通的情况下也是如此)。此外,我国有关部门对养老基金和保险基金进入股市也有种种限制,这也大大减低了基金在证券市场上的投机性。因此,基金对法人股的投资,能起到缓冲因法人股的流通而可能对市场冲击过大的负作用。

根据基金每次交易数量较大的特点,可通过将目前的法人股专场改为规范的大宗交易专场来解决。在目前的二级市场中,规定一次交易的数量超过一定的阈值后,必须通过大宗交易专场进行。而在大宗交易专场,则可参照国际惯例,采用较为优惠的佣金制度。但为保证市场的“三公”原则,我们认为在交易的价格上应与市场的一般价格尽可能一致。为此,大宗交易专场可放在每天的普通交易收市以后进行,大宗交易的交易价格可控制在以收盘价为中心的某个范围内。我们认为,对大宗交易价格和时间的如此控制,一是基本上可以做到同股同价,规范了市场交易的秩序;二是可防止大宗交易对股价造成过分的震荡,特别是可减少机构投资者对股价操纵的可能性,从而保护了中小投资者的利益。

6. 经辅导后直接上市。国务院证券委在 1994 年 5 月提出今后要对上市公司实行辅导制,即在公司股票发行前进行半年的改制辅导,在股票发行后再进行半年的上市辅导,以帮助公司转换经营机制,规范经营行为。应该说,辅导制对于我国股份制企业改制的规范化和维护证券市场发展的稳定性是一种可行的政策选择。在日本和我国的台湾省,都有这方面的成功经验。然而,目前我国辅导制的实行给人却是“雷声大雨点小”的感觉,除了 1994 年年中热闹过一阵以外,就杳无音信了。

针对我国企业股份制改制和证券市场的发展状况,有必要加强对上市公司的辅导工作,通过上市公司辅导制的实行,解决一部分法人股的上市流通问题。上市公司的辅导制,虽然主要是针对拟上市公司和新上市公司的,但鉴于在我国已上市的公司中,还存在着一些与规范的股份制和国际惯例不符的做法,所以对已上市公司来讲,可考虑在有关部门的监管下,以已颁布的有关法规为蓝本,扎扎实实地实行“再辅导”,最后由有关部门对辅导结束进行验收。有关部

门对通过辅导验收的上市公司,应安排其法人股上市流通。而这些法人股的上市额度,可在每年新上市计划中统筹考虑。

我们认为,利用上市公司辅导制来解决法人股的流通,具有较为彻底、不留问题的优点。并且这种方式还有一个长处是可为今后逐步解决国家股的流通找到一条道路。如果这一方式得以实施,今后可每隔一定时期就进行一次上市公司的“再辅导”,结合辅导的验收合格,逐步安排国家股的上市,最终达到真正的同股同权,和国际惯例彻底接轨。

## 二、解决法人股出路问题的政策建议

综上所述,我们对法人股问题处理的看法和政策建议是:

1. 在解决法人股出路的观念上,应十分明确法人股的最终出路只能是与个人股一样,即可在二级市场进行流通。法人股与个人股并轨,进入二级市场流通,不但可使一部分社会资金“解套”,有利于“被套”企业的资金周转和经营状况的改善,从宏观上看也有利于整个社会资产存量的重组和资源的再配置。更为重要的是,法人股与个人股的并轨是股份制规范化的必然要求,对我国股份制改革的进一步健康发展有着十分重要的意义。

2. 在解决法人股出路的步骤上,应采用先分离过渡,后并轨流通的分批逐步方式,以防对现有股市带来过大的冲击。众所周知,由于历史的原因,使得法人股成了相当复杂的问题,涉及到社会的各个阶层,关系到众多投资者的利益,如果处理不当,将可能成为社会不稳定因素。因此,在解决法人股出路的步骤上,应当按解决问题的难易程度和影响面的大小,采用分批逐步的方式予以解决。即首先解决容易处理的和影响面较小的问题,然后再着手解决那些问题较为复杂的、涉及范围也更广的部分。其实,从另一个角度来讲,总量达 200 多亿的法人股,如不分批逐步解决,将会对现有的股市造成巨大的冲击。因此,为保护股市的稳定,对法人股的流通问题也必须采用“软着陆”的方式,分批逐步地解决,以防止引起股市的巨大震荡。

在具体的操作上,首先,应该严格控制新股的上市。在原有法人股问题没有解决以前,新股票的上市又带来了新的法人股,这样会使法人股的问题积重难返。而如果控制或放慢新股的上市,取而代之将法人股的流通纳入整个股市的扩容规划之中,则一可以解决历史的遗留问题,二也能为今后新股的上市创造一个较为宽松和规范的市场环境。

其次,在对已有法人股的处理上,可先解决目前转配给个人的那一部分。因为相对来说,这部分法人股的数量不是很大,其上市流通可能不会对现有股市造成太大的冲击。而且这部分法人股又分散在个人手中,估计它的上市也不会引起太大的社会反响。

第三步解决的重点是社会法人股。在社会法人股中,可集中力量先处理这样的两类:一类是当初以法人名义购买而实际是由个人出资持有的那一部分;另一类是法人与一般社会公众同价购进的那一部分。前者的数量估计不会太大,但问题若能得到圆满解决,则有利于整个证券市场的稳定发展。后者是法人股的一个大头,也是最终解决法人股的关键所在。这一部分法人股出路解决的成功与否,对今后解决国家股的问题将产生强烈的示范效应,对我国股份制的进一步发展也有很大的影响。

最后,就是发起人法人股的问题。这部分法人股估计约是社会法人股的一半左右。对这部分法人股,我国的《公司法》规定自公司成立之日起 3 年以内不得转让。基于同样的理由和我国证券市场的实际情况,我们认为可维持现在的政策,即在短期内仍不允许其上市流通。何时可以流通应视当时的证券市场情况而定。一般来说,应等二级市场有一个更为宽松的环境再允许

其上市流通。当然,这一时期到来的快慢与其余法人股问题解决的顺利与否有密切的联系。

3. 在解决法人股出路的方式上,应贯彻多渠道分流的原则,针对不同的情况,采用相应的解决方法。鉴于我国股份制改革和证券市场的发展状况,针对法人股目前的现状,采用上述任何单一的方法来解决法人股问题的思路都是不现实的和脱离实际的。正确的做法是坚持多渠道分流的原则,按各公司不同的实际情况,采取与之相适应的方法。如对一些受产业政策支持的、在《外商投资产业指导目录》中被列为鼓励型产业的公司,就可着重考虑是否通过法人股转为B股的方式来解决其出路问题;对一些资产负债率相对较低,效益又尚可的公司,就可考虑转法人股权为债权的方案;对那些非意愿而相互“环向持股”的法人股部分,应支持其通过回购减资的方式予以解决;对股权分布不均,部分大股东掌握着绝对经营权的公司,可适当改部分普通法人股(当然是指法人大股东)为优先法人股;而通过职工持股计划的推广和上市公司辅导制度的建立来解决法人股的方法,则一般来说可适用于绝大部分的公司。总之,只有通过多渠道的分流,才能最终解决法人股的出路问题。

在此应当指出的是,在法人股流通问题尚未解决以前,最好是不再采取转配股的方法。因为转配股这种方法,并没有朝着法人股流通化的方向迈进,它只不过将“不得流通”的风险从法人身上转嫁到了社会个人公众的身上,并使问题更加复杂化了。

(课题组成员:杨公朴、龚仰军、汪良忠、宋克勤、薛珊;本部分执笔:龚仰军)

(执笔人系上海财经大学工商管理学院副教授,单位的邮编为200433)

~~~~~

(上接第13页)股的公司,原来实物意义上的国有资产已不复存在,而转变为国有资本;与此相适应,对国家所有权的维护不在于保护国有资产不被侵蚀,而在于维护国有资本的增值。2. 国有资产保值增值的提法容易引导企业注重生产的数量而忽略质量和效益,应该确立并坚持国有资本保值增值的判断。3. 作为国有资产所有者代表的国有资产管理部,不再以行政职能管理实物形态的国有资产,而是以国家股东的身份,从事国有资本的价值形态管理。4. 公司企业要依法拥有处置闲置资产的权力,可以随时变卖、转让机器设备之类的有形资产;而这对于投资者包括国家股东来说,它们投入企业的资本数量并不会因资产物质形态发生变化而减少或消失。5. 随着宏观层次上资本机制的建立,国有经济结构的调整是通过资本流动来完成的。政府从某些行业或部门主动“抽资”退出,这是资本形态的流动,而不是国有资产的流失。6. 国家实力的强大在市场经济条件下表现为社会总资本的扩大与膨胀,国有资产不可能再“径直”当做资本投向企业,而是把国有资产变成债权通过各种投资基金或国有资本投资公司向企业参股。7. 国有资本的市场化经营,可以产生国有资本的乘数效应,在控投公司的组建中,应该尽量放大有国资本的乘数效应,使国有资本支配尽可能多的其他资本,发挥国有资本的社会化控制作用。

注:

①《经济研究参考》,1995年第168期。

②《改革》,1996年第4期。

③《中国证券报》,1996年8月19日。

④国家国有资产管理局关于《国有企业现状的分析》,1995年。

(作者系国家国有资产管理局博士,单位的邮编为100081)