

●谢 荣

我国股份制试点中所存在的若干问题探讨

股份制试点是我国经济体制改革的一大尝试，其实质是将西方已运用了一百多年的股份有限公司的企业形式，移植到我国社会主义经济这块土壤中来，为我国的经济建设服务。这种移植能否成功，关键在两条：第一，我们能否对股份有限公司的性质有一真正的理解，以遵照它自身的规律发展它；第二，我们能否为这种新型的企业形式创造适宜其成长发展所需的环境条件，以使它能在新的土壤中生根、开花、结果。综观这几年的试点情况，毫无疑问，我们已取得了令人可喜的收获，也为今后的进一步发展积累了一定的经验。但从上海、深圳两地证券交易中所暴露出来的问题表明，也还存在许多理论上需加以认识、实践中需加以解决的问题。本文就其中的若干问题作一探讨。

一、对股份有限公司本质的理解中存在的问题及其影响

股份有限公司的本质是什么？它与原来的国营企业有什么区别？正确理解这些问题，是实行股份制的—个前提条件。国营企业改组为股份有限公司，这不仅仅表明企业的经营方式发生了变化，即企业的供产销由原来的按国家计划组织转为面向市场自行决策；而更重要的是企业的本质发生了变化，即由原来的形式上的法人单位（实质上是国家附属的生产单位）变成一个真正独立的法人，一个自主经营、自负盈亏、自我发展和自我约束的在法律上具有独立人格的企业组织。这种本质区别突出地表现为：原来的企业不仅为国家所有，而且由国家经营，从本质上说，所有权与经营权两者是合一的；而改组后的股份公司属股东所有，尽管国家对重要企业仍可通过控制其绝大部分的股份使之仍为国有企业（国有企业有两种情况：一种是全部国家拥有；另一种是国家控制了大部分企业的股份，例如德国的大众汽车公司），但它不是国营企业，即不是由国家经营，所以本质上所有权与经营权两者分离。其中尤应明确的是，在以前的国营企业中，企业的管理部门直接对国家负责；而在改组后的股份公司中，由于公司是一个独立的法人，因此，公司的管理部门——董事会不再直接对国家负责，而是首先对公司负责，对公司的全体股东负责。所以，董事会是公司的代理人，而不是国家的代理人。当然，由于国家所处的控股地位，是公司的大股东，在公司中仍处于举足轻重的地位。但从股份公司的本质特征来看，国家对公司的控制，只能通过对公司董事会构成的控制和股东大会表决的控制来影响公司的经营方针和政策，而不能直接进行干预，而公司的利益也就不再完全等同于国家的利益。这在有外商投资的股份公司中尤为明显。

对公司的本质特征有了明确理解后，我们就可发现，在我国的股份制试点过程中存在这么—个问题，即产权转换过程中的不科学做法。根据（上海）目前的做法，—家国营企业改组为股份公司时，虽然也对企业进行清查和资产评估，但评估结果并没有作为确定国家产权的依据，而是作为公司股票溢价发行的—个参考，国家股份的确定仍依据帐面的净资产价值，即资产减去负债后的余额来确定。这样，就导致以后—系列问题的产生，诸如股票溢价发行

的不合理问题，不同股票之间的权利不平等等问题等。实际上，根据前述对股份公司实质的理解，由于股份公司的性质与原来企业的性质完全不同，因此当原有企业改组为股份公司时，必须以其资产的重估价值作为向股份公司投资的依据。资产评估的方法一般有两种：对于经营状况较一般的企业，可采用单项资产重估再加总的方法来确定企业的重估价值；对于经营状况较好的企业则可采用整体估价法，即在单项资产评估加总的基础上确定企业的整体价值。例如某企业的单项资产重估价合计为1000万元，由于是整体转入股份公司，其整体价值经评估可达1200万元，那么原有企业即国家投入股份公司的资产应为1200万元，而不是1000万元。其差额200万元，对股份公司来说即为商誉，在无形资产中反映；对原有企业即国家来说是一种递延投资收益。这样，原企业（即国家）与股份公司之间的投资关系就可得到合理的规范的反映，同时也使股份公司的资产和权益在公司成立之初就得到真实、合理的反映。

二、股票溢价发行中存在的问题及其影响

股票溢价发行的理论依据是公司能获得高于社会一般水平的收益率。但由于这种较高的收益率只是一种预测而不是实际存在，所以西方国家新股票发行的溢价水平一般都较低。我国刚开始试点股份制时，溢价水平也较低，“溢价幅度比面值一般高10%到13%，但今年，本市发行股票，溢价低的相当于面值的2至3倍，高的达9.2倍，平均溢价幅度为5倍。”^①确定这种大幅度溢价的依据大致有这么几个方面：一是资产增值比率，即企业资产重估净值与资产帐面净值的比率；二是公司的预期效益；三是内部约定一个市盈率的控制范围；四是证券市场的交易行情。这种定价方法是否正确，是值得怀疑的。此外，在确定股份时，国家股以原企业的帐面资产净值除以股票面值计算股份，而法人和社会个人则以购买大幅度溢价的股票占有股份，这种做法又显失公允，因为原企业的资产升值率与股票的溢价率不相等。即使相等，这种做法也一般只运用于合伙企业。需要注意的是，合伙企业的股份是不能上市的，因此其股份溢价除对新入股者外对社会及其他人都无影响。而我们现在的是上市的股票，这样，无论对投资者还是公司本身都会产生重要影响。

首先，对投资者来说，股票发行的大幅度溢价，使得即使是购买原始股的投资者，也无法作长期投资打算。这是因为，如果股票的面值为10元，每股的股利每年为3元，即股利率达到30%，且不说这样高的股利率就目前所上市的股份公司来说很少有，一般都在10—20%之间，而即使如此，如果发行价按目前的平均水平50元计算，投资者的投资报酬率也只有6%（ $30\% \times 10/50$ ），再扣除20%的个人调节税，实得只有4.8%，这远远低于银行存款利息收入。当投资者无法从长期投资中获取高收益时，就迫使他们加入炒股行列，从股票市价的升值中去获利（在目前，这是唯一获利的途径），从而明显增大了股票投资的风险。

其次，从企业角度看，由于股票的大幅度溢价发行，造成资本额过小和资本公积过大的异常情况。特别严重的是导致股市分析中的一个重要指标“每股收益”的虚假性。因为每股收益是根据公司的税后利润再减去优先股股利后除以股份总数得到的。当计算每股收益率时，是按每股收益除以股票的面值计算的，而不是按发行价计算的，这样，当溢价幅度较大时，股票人每股收益率与投资者的投资报酬率之间存在很大的差距。由于这一指标失去了其应有的意义，使得投资者在各上市公司之间无法进行比较，加之供求关系的失衡等其他原因，市民在投资时就只考虑股市的走势，而不考虑企业的经济效益，造成股市行情与企业经济效益严重脱离的现象。这种现象的存在，对企业今后的资金筹措是极为不利的。

要改变上述情况，就必须改变目前股票发行中定价不科学的做法。首先，在预测公司未来两年的经济效益时，应以公司未来的规模即打算发行的全部股本为基础，而不是原来企业规模上的盈利水平。其次，国家股应以原企业向股份公司投入资产的重估价值作为计算新占股份的依据。再者，确定股票溢价幅度时，应以预期资本收益率与银行存款利率之间的比例关系为基础，特别是由于预期收益率是一不确定因素，因此应相当保守。例如，公司预期资本收益率为12%，银行利率为8%，则公司股票的发行可溢价20%。因为资本收益率12%中还按规定扣除20%的个人调节税，就只剩9.6%，用9.6%除以8%等于1.2，所以只能溢价20%。当确定国家股份时，就应以原企业的资产重估价值除以1.2计算出所占股份。这样，无论是国家、单位法人或社会个人，都可将股票投资作为长期投资，同时又将股市行情与企业经济效益结合起来，公司的资本反映也较合理。

三、股权平等中存在的问题及其影响

股权不平等是我国股份制试点中存在的又一问题。从理论上说，股票的持有者无论是自然人，还是法人，乃至政府，所享有的股权应是平等的。股权平等是股份有限公司的一大特征。但鉴于我国的股份制试点尚处于开始阶段，对许多问题的认识还没有达到完全成熟的地步，加之为促进股市的迅速形成，对不同的股权实行了有区别的政策。这在股份制刚起步之时也无可非议。但如持续时间过长，则会扭曲股票市场，影响股份制试点的深入发展。

目前股权不平等的情况主要表现为：第一，不同的股权投入的资产价值不同。严格地说，企业改组为股份公司后，“实收资本”帐户的余额与投入资产总额的比例关系应与股票面值与发行价之间的比例关系相一致。可现在国家股按原企业帐面资产净值折股，法人股与社会个人股则按发行价折股，这种折股方法的不一致，有违股权平等的基本原则。第二，不同的股权上市流通能力不一样。一般说来，除发起人股在一定期限内不准上市外，其他股都可流通。但我们目前的股市只允许社会个人股上市流通，法人股不能参与社会个人股一起流通，国家股就根本不流通。这种人为的干预，使不同的股权实际上拥有的盈利能力不一样，同时又人为地限制了股市的容量，导致供求关系的不平衡。第三，不同的股权所享有的权利不一样。在有些股份公司中，股利只支付给社会个人股和企业法人股，对国家股则不支付，这不仅违反了同股同利的原则，而且是一种很不规范的做法。

要解决这些问题，首先必须从思想观念上解决股权平等的问题，在企业机制转换中实行规范化，即按前面一、二两大问题中提出的办法，规范地处理原有企业的资产估价和投资份额的确定。其次是放开法人股上市的限制，除发起人股在一定的期限内不能上市外，实行所有股份都可上市流通的统一做法，使股市真正正常化。第三，坚决实行同股同利的原则，各种股份在支付股利上必须一视同仁，国家股应得的股利应及时支付给国有资产管理局或国家财政。

四、财务报表的揭示及其审计中存在的问题

在一个较为规范的股票市场中，上市公司的财务报表及其审计报告是投资者最关心的两个资料。由于财务报表及审计报告与投资者的利害关系密切，因此，无论在上市时还是上市以后，都要求规范地（按公认会计准则）予以编制，以公允地揭示公司的经营成果和财务状况，并严格按照规定的要求（公认审计准则）对报表进行审查，提出审计报告，以提高财务

报表的可靠性和可信性。其中，公司管理部门对其编制的财务报表负责，审计人员对其提出的审计报告负责。如果公司管理部门隐瞒欺诈，编制不实报表，公司管理部门就得承担由此而引起的法律责任（包括民事责任和刑事责任）。同样，如果审计人员在审计过程中没有按审计准则要求进行审查，而是马马虎虎，就犯有过失责任，必须承担由此而引起的民事责任；如果与公司管理部门串通一气，作伪证，就犯有欺诈罪，必须承担刑事责任。在西方，由于会计师事务所是合伙性质，承担无限责任，因而，一个重大的审计责任诉讼案常常会导致该会计师事务所名誉扫地和巨大的经济赔偿，如属欺诈犯罪，还将判处五年以下的监禁等。因而，在西方，审计人员承担重大的社会责任。

我国的股份制试点时间不长，不可能一下子要求很高。但目前财务报表的揭示和审计确实也存在一些问题。第一，股份制企业的会计核算和报表编制仍沿用国营企业的方法和制度，然后再将报表按上市公司的要求进行翻版，这种做法是不规范的。第二，财务报表揭示内容的要求还不明确，特别是报表的说明中究竟应包括哪些内容应有具体的规定，例如固定资产的折旧方法、存货计价方法、存货中呆滞积压商品的损失价值等等，这些都是一个成熟的投资者在制订投资决策时所需了解掌握的信息。尽管目前由于受股票供求关系的影响，这些因素对投资决策的作用还不很大，但从长远考虑，作为规范资本市场的管理，这将是必需的。第三，审计的要求不明确。在目前所有的规定中，几乎都只提应聘请注册会计师对财务报表进行审计，而对审计的目标是什么、审计的职责是什么、审计如失职将承担什么样的法律责任等问题都未作出明确的说明，因而较难弄清审计人员究竟应做哪些工作、应怎样做，也无法判定审计人员所应承担的法律责任。所有这些问题，都是迫切需要解决的，也是股份制发展所需具备的基本条件。

总之，无论是会计还是审计，都面临着一个规范化的问题。只有解决了这一问题，我们的股票市场才能与国际市场真正接轨。

① 应延安：《让股民增强中长期投资信心》，《文汇报》1992年9月23日。

（上接第60页）所，体改委重点负责搞股份制试点企业的法规和协调各方面的关系，股份制企业试点由地方政府管。也有人从组织系统化出发，提出要形成“事权集中、统一协调、自主管理”的机制。①决策系统研究制定股票市场的发展战略。②调控系统建立“官商”制度，平衡市场供求。③保障系统依据法律对股票交易实行监督保护，并提供有关咨询。④经营系统开展各项委托和自营买卖。

2. 加强法规建设，使法律框架合理化。要制定和完善的法规有：①规范股票市场主体的法规，如《股份公司法》、《有限责任公司法》；②保障市场秩序的法规，如

《证券法》、《证券交易法》、《限制不正当竞争法》、《投资公司法》、《保护投资者利益法》、《上市证券的注册审批制度》、《中介人登记制度》等。③规范政府管理股市的法律，如《政府投资法》、《各种税收实体法》、《税收征管法》等。

3. 加强对利率、税收等经济杠杆的运用。目前，以限制性管理为主的银行存贷利率无法通过自身的上下浮动，调节储蓄与证券购买的比较利益，因而要促使货币市场与证券市场的畅通，发挥利率的调节功能。税收方面，我国证券市场的税收比较单一，且不规范，因而要加强探索，建立一个适合国情的证券税制模式。