

文章编号: 1005—0523(2003)06—0006—03

法人股流通模式新探

黄一鸣

(华东交通大学 经济管理学院, 江西 南昌 330013)

摘要:近年来我国上市公司问题和矛盾层出不穷,如“中科系事件”、“亿安事件”、“银广夏事件”,这些事件引起了业界人士的高度重视,并从优化股权结构开始,着手解决证券市场的深层次和根源性问题,国有股减持与流通在争议中推进,但以协议转让方式为主的国有股减持与流通导致越来越多的法人股,如不着手解决法人股流通,将会为证券市场的发展留下隐患,同样,法人股流通又将会是我国证券市场发展的又一里程碑,本文在现有方案的基础上,提出了法人股流通新的方案——市场行为法和市场行权法。

关 键 词:法人股;流通;市场行为法;市场行权法

中图分类号:F830

文献标识码:A

0 引 言

法人股是指企业法人或具有法人资格的事业单位和社会团体以其依法经营的资产向公司非上市流通股部分投资所形成的股份。根据法人股认购的对象,可将法人股分为境内发起法人股、外资法人股和募集法人股,根据其性质分为国有法人股和非国有法人股。

当前,以协议转让方式为主国有股流通方式产生了大量的法人股,主要是国有法人股,在旧的问题未完全解决的情况下,会引发新的问题,即法人股“一股独大”,从而,股权杠杆效应难以发挥,资源配置不合理,治理结构不健全,必须逐步解决法人股流通问题。法人股流通作为国有股流通的后续方案和配套措施,和国有股流通有着同样的积极意义。

1 法人股流通模式评析

实际上,我国已开展过法人股流通的试点和探

索,1992年7月开始部分上市公司的法人股在全国证券交易所自动报价系统(Stock Trading Automatic Quotation System,缩写为STAQ系统)和全国电子交易系统(National Electronic Trading System,缩写为NET系统)进行交易。到1993年6月,两个系统共有挂牌流通定向募集股份公司法人股17支,会员近500家,开户机构近3.2万个,累计交易金额为218亿元。但一年多后,由于管理问题等原因,两个系统终止运行,法人股转让主要以在法律许可范围内报有关部门审批的方式进行,就是这种方式也是转转停停几经反复。

在法人股流通的实践中,法人股流通的理论探讨也从未中断,法人股流通的理论模式有法人股转为优先股、法人股转为债权、法人股转为B股、法人股转为内部职工股、投资基金法、拍卖法、配股法等。

1) 法人股转为优先股

优先股股东的权利在于优先分配股利的权利和优先分配剩余财产的权利,由于优先股股东没有决策权和对企业的控制权,法人股转为优先股会削弱大股东对上市公司的控制与蚕食,有利于上市公

收稿日期:2003—04—08

作者简介:黄一鸣(1945—),男,福建福州人,华东交通大学经管学院教授。

司法人治理结构的完善.这种方案的缺点在于,由于我国上市公司的质量有待提高,具有长期稳定的分红送配能力的公司并不多,法人股东不会为了不稳定的股利或股息而放弃对上市公司的控制,所以,这种方案在可行性上就存在疑问.

2) 法人股转为内部职工股.

内部职工持股类似于国外的员工持股计划(ESOP),员工持股计划的目的在于筹集资金,而旨在扩大资本所有权,使公司普通员工广泛享有资本,使他们可以同时获得劳动收入和资本收入,从而增强员工的参与意识,调动员工的积极性.但我国证监会于98年规定,凡申请上市公司都暂停职工持股工作,因而这种方案存在着一定的法律障碍.

3) 其它各方案和国有股流通的许多理论方案有相通之处,也都存在不同程度的不足.

我国上市公司的债务本身就很高,法人股转为债权更是加重了上市公司的财务风险;投资基金公司注重长期战略投资,其投资宗旨在于获得稳定的投资收益,其投资法人股的积极性并不高;从长期发展趋势来看,B股市场迟早要与A股市场合并,法人股转为B股无疑加重了将来两个市场合并的难度.

各种法人股流通方案的主要难点在于法人股流通价格、流通数量、实施主体的确定,这些问题解决不好,法人股实现最终流通的目标就难以实现,国有股减持的实践就说明了这一点.

2 法人股流通模式创新——市场行为法

1) 市场行为法的内容

在分析法人股流通方案的基础上,本文提出了“市场行为法”作为法人股流通方案,其解决法人股流通的思路是:

首先,在原NET和STAQ基础上,建立法人股交易二板市场,这个市场不同于已有的法人股交易方式,该市场实行市场准入制度,主要面向战略投资者,同时吸收部分上市公司、民营企业和QFII所认可的海外投资者.通过严格的资格审查,缴纳一定数量的保证金,才能成为交易所的会员和机构投资者,资格审查内容包括资信、能力、财务、有无违反其它证券交易规则的记录等.

其次,制定法人股交易二板市场的交易规则.交易规则应涵盖以下内容:

(1) 由于法人股持有主体具有多样性的特征,

且与国家没有直接的产权关系,法人股交易规则应采用成熟的证券交易所规则,法人股定价采用市场价.

(2) 法人股初始进入法人股交易二板市场采用市场竞价法,由交易所会员竞价认购,进入该市场的法人股有一个较长的锁定期,法人股经交易后,不影响其锁定期,即锁定期连续计算,锁定期结束后,由法人股股东提出在主板市场上上市申请,经批准后,法人股方可在主板市场上流通,新的流通价格为除权价.流通时,上市公司流通股东在同等数量、同等报价的条件下,对进入主板市场流通的法人股享有优先认购权.

(3) 对可进入法人股交易二板市场的法人股实行审批制,以从宏观上控制市场的供求及法人股流通进度,同时体现国家的经济政策.

(4) 法人股交易市场上法人股股东享有除决策权、投票权外的全部股东权益,其投票权、决策权可根据其持有股票的年限、法人股股价与流通股股价的差异、持有股票的数量比例等按一定的范式决定,其权益的行使可采取股东大会上表决、进驻上市公司监察并参与决策等多种形式.

最后,将锁定期结束后进入主板市场上流通的法人股在法人股交易二板市场上注销,相应地,进入主板市场的法人股登记为流通股.

2) 市场行为法的优缺点

“市场行为法”法人股流通方案兼具拍卖方案、开辟流通市场方案和直接上市方案的特征,结合了三种方案的优点,主要在于:

(1) 在法人股初始进入流通市场时采用竞价法,考虑了市场的承受能力,尊重市场的选择,且给投资者留有一定的盈利空间.

(2) 审批制与锁定期使得法人股上市流通时间分散,法人股流通得以平稳推进,其好处还在于,一是无须一开始就制定统一政策,给政策制定上留有余地和完善规则的空间,二是能控制法人股流通的节奏,从而与市场开放、人民币兑换自由度步调保持一致,防止外资的过度冲击,保护民族经济的稳定发展.

(3) 市场行为法对银行等金融机构参予程度没有要求,金融风险较小.

“市场行为法”法人股流通方案同样也存在一定的问题,首先是国有法人股持股主体牵涉面较广,会有政府部门的介入,交易市场化有时得不到真正落实;其次,具有较强资金实力的战略投资者

在市场竞争上占有优势,影响方案的公平性;此外,上市公司的中小流通股东对法人股流通无法施加影响,其参与公司决策的权益得不到保障.针对这些问题,本文建议采取对中小流通股东实行补偿、引入竞买资金限制条款等一系列措施,以保证方案的公开、公平、公正.

上市公司国有股流通不适合采用这一方案,原因在于:一是国有股流通涉及多方利益主体,采用此方案的操作难度较大;二是采用该方案流通国有股需要较长时间,难以实现国有股流通目标;三是由于有政府部门的参与,交易行为难以市场化.

3 市场行为法的修正——市场行权法

考虑到交易成本和保证市场化的因素,可以对“市场行为法”进行修正,本文进而提出了另一种法人股流通方案——“市场行权法”.即在“市场行为法”的基础上,在锁定期内,将市场竞争形成的法人股以远期合约的形式在期货交易所交易,远期合约的期限相当于锁定期,合约到期时必须交割,而后由法人股东申请,可至主板市场上市流通.

相对而言,这种方案的优点在于,除了在市场竞价时有一部分投入,无须另外开辟专门的法人股交易市场,从而省去了交易所建设、市场管理等费用;其次,由于我国期货交易所经过多年的发展,已

经比较成熟,法人股交易的透明度比较高;此外,市场行权法适应了我国加入 WTO 后市场开放的要求,增加了我国金融工具的品种,可为推行股指期货积累经验,同时,在时机成熟的情况下,还可进行股票期货交易的试点,促进证券市场向多层次、多样化的方向发展.

我国的经济体制改革具有有计划、有步骤、分批、逐步的特点,同样,本文法人股流通方案的主旨也在于适应证券市场发展的要求,同时,保持证券市场发展的稳定性和连续性,其核心思想是“中庸”.“市场行为法”的混合性、市场化恰恰体现了这一点.但在当前,保持政策的一贯性是推动法人股流通需要解决的主要问题.

参考文献:

- [1] 张贡生. 法人股流通模式评析. 经济问题, 1999, (1): 47~50.
- [2] 刘纪鹏. 法人股的困惑与思考. 中国税务, 1997, (3): 21~24.
- [3] 《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[J]. 财经研究, 1997, (1): 14~19.
- [4] 张学毅. 国有法人股上市问题研究[J]. 金融与经济, 1999, (10): 50~52.
- [5] 张海涛. 国有股、法人股全额流通的新思路[J]. 财务与金融, 2002, (3): 36~40.

New Method on Circulation of Legal Person Shares

HUANG Yi-ming

(School of Economy and Management, East China Jiaotong University, Nanchang 330013, China)

Abstract: In recent years, there are some problems and contradictions on our countries' listed companies, such as "zhong-ke-xi incident" and "ying-guang-xia incident". Thus, some people in stock market pay special attention to these incidents, and start to resolve the original problems in stock market by optimizing common equity structure. Though there is debate, reduction and circulation in the market of china state-owned shares was still practiced. This brings about much legal person shares. Development of stock market will meet some troubles if we don't resolve legal person shares. At the same time, circulation of legal person shares will be another milestone of development of stock market. The thesis puts forward a market behavior method and a market usufruct method on the base of the former precepts.

Key words: legal person share; circulation; market behavior method; market usufruct method