

国有股减持 有关问题探析

□ 杨汉明

国有股权高度集中且不流通已严重阻碍了我国资本市场的健康发展。有资料显示,截至2001年3月底,我国境内上市公司总股本为3973.12亿股,在全部股本中,尚未流通股份占总股本的63.61%,而流通股份仅占总股本的36.39%。在尚未流通的股份中,以国家股和国有法人股为主,共计约占总股本的61%左右。这不仅违背了股份经济的本质要求,而且也扭曲了股票市场的资源配置功能。为改变这种状况,大力推进上市公司股权结构的战略性调整,实施国有股减持已是发展资本市场,提高国有资本投资效益的内在要求。虽然最近国务院已出台了《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》)。但其中的有些问题还有待于进一步探讨。

一、国有股减持的目标定位

国有股减持的目标何在?有人认为,国有股减持的目的是为了弥补社会保障资金的不足;也有学者提出,国有股减持的初衷是实现国有资本的保值增值,国有股减持是为了搞活国有企业,完善国有企业法人治理结构。按新出台的《暂行办法》的第一条之规定,其目标可以理解为:完善社会保障体制,开拓社会保障资金新的渠道,支持国有企业的改革和发展。这里包含两层意思,一是完善社会保障制度;二

是支持国有企业的发展。这些提法不无道理,特别是《暂行办法》中的提法是基于我国特定的历史背景。长期以来,我们实行的是“企业保障”的模式——企业付给职工较低水平的工资,职工的生、老、病、死由企业负担,国家和企业都未按照“权责发生制”原则为职工筹集社会保障资金,而是按照“收付实现制”在当期费用中据实列支。这样企业应该为职工预筹、积累的社会保障资金以利润或收益的形式上缴国家,形成财政收入,其存量形成了国有资产。这样看来,目前减持国有股以补充社会保障资金的不足,是国有资产的复归,是取之于民,用之于民的真实体现。但我们也应看到,国有股减持只能是庞大的社会保障资金需求规模的一个重要补充,从长远来看,企业的社会保障资金仍主要依赖于企业的生产经营活动。《暂行办法》的第二层意思也太笼统。“支持国有企业的改革和发展”的方式有多种。我国从1983年国有企业流动资金“拨改贷”以来,国有企业经历了多次改革,如放权让利、承包经营,但效果都不理想,一个重要的原因是投资主体缺位,未建立相应的法人治理结构。因此,国有股减持应有助于企业建立健全法人治理结构。

鉴于以上分析,我们认为国有股减持的目标应该为:有助于企业形成规范的法人治理结构,增强企业的盈利能力。一般而言,成功减持国有股,可以降低上市公司国有股的比重,引进其他投资主体,甚至包括外资。其他投资主体的引进,可以解决国有股“一股独大”的问题,加之其他投资主体较强的经济意识,将使上市公司的决策更加民主化、科学化,有利于上市公司真正建立健全法人治理结构,使“内部人控制”受到有效遏制,实现企业价值最大化。

为保证国有股减持目标的实现,在具体操作上应遵循一定的原则,主要包括:(1)坚持“公平、公开、公正”的原则。即国有股减持方案对于所有的股东、所有的市场参与者的利益分配应相对公平。否则,一厢情愿的国有股减持难以正常、稳定地进行。(2)有利于证券市场的长期稳定与全面发展。任何成熟的减持方案都必须切实考虑二级市场的承受能力,不能伤及市场的稳定性。如果没有其他股东的介入,国有股减持根本不可能实现。从证券市场看,短期而言,国有股减持对市场压力较小;但长期来看,国有股减持对市场的压力不容忽视。(3)有利于国有企业调整资本结构,提高企业的盈利能力和竞争能力。国有股减持有利于其他投资者进入国家垄断产业,形成真正的多元投资主体,以完善国有公司的法人治理结构,增强国有经济的控制力、竞争力和盈利能力。

二、国有股减持方案中某些概念、范围上的界定问题

1、国有股减持方案在某些概念上模糊不清。《暂行办法》第五条规定:“国有股减持主要采取国有股存量发行的

方式,凡国家拥有股份的股份有限公司(包括在境外上市的公司)向公共投资者首次发行和增发股票时,均应按融资额的10%出售国有股。”这怎么称得上是存量减持呢?第十四条中规定:“部际联席会议可以根据社会保障资金的需要和证券市场发展的状况,在采取国有股存量发行的同时,选择少量上市公司进行国有股配售及定向回购方式的试点。”这里所说的国有股回购及第十五条中的国有股协议转让(转让给其他非国有股东),才是国有股的存量减持。而第五条的内容可以认为是增量减持。

我们认为,《暂行办法》中应包含两种减持国有股的方式:存量减持和增量减持。明确认识这一点很重要,因为只有这两种方式同时进行,才有可能实现国有股的真正减持。在实际操作中,为简化手续,增量发行新股时,可直接增加流通股的比重,减少国有股的比重。这两种方式均应遵循前述原则,至少应公平,并考虑二级市场的承受能力,保持其稳定性。从这一角度看,国有股减持将是一个长期而渐进的过程。

2、国有股减持的范围。《暂行办法》中未明确指出国有股减持的范围,但在第五条中指出:“凡国家拥有股份的股份有限公司(包括在境外上市的公司)……均应按融资额的10%出售国有股。”这里是否可以理解为,所有的国有股都在减持之列。此外,有些专家认为:“存量发行的方式将会首先从比较优质的企业开始进行。由于争取上市的企业和希望增加发行股票的公司都要受到比较严格的审核,在经营业绩上满足一定的条件,这些企业进行国有股的减持,表明只有绩优的上市公司才有国有股减持的机会……”(李杰2001)。似乎减持国有股是一件美差。事实上,没有哪个投资者会自动地从盈利企业中退出的。

我们认为国有股减持应该明确范围。国有企业也是以盈利为目的经济组织,对投资者而言,投资于国有企业的目的也是为了获得利润。但国有企业的投资者——政府与自然人投资者有所区别,其实力强于自然人。因此,在一部分自然人做不好或做不了的领域中,政府必须有所作为。如关系国家安全的产业、公共产业和基础科研部门,这些必须由政府来做。此时,政府是一个非纯粹的经济人,其目的是为其他组织提供服务,而不完全是谋求利润。在这些部门就不会、也不应该有国有股减持的问题。(这其中如果出现亏损,应由其他领域中的盈利来弥补。)而在一般的竞争性领域,私人可以做,政府也可以做。此时,政府是一个纯粹的经济人,其从事生产经营活动的目的就是为了盈利。竞争领域,优胜劣汰是很正常的事。这样看来,国有股减持的对象自然是经营业绩差的企业,亦即政府会减持劣质股,这种劣质股对于私人或其他经济组织而言,也许会变成优质股,也只有这样,国有股减持才能实现。对于优质股,政府只会增持不会减持(杨立岩2001)。一般而言,一个企业是否该退出某一

领域,取决于该企业自身的竞争力,有竞争力的,为什么要剥夺它在市场领域的权利?国有股为什么要减持少获利?没有竞争力的企业,不用说,它自己会被淘汰出局。因此,这里的问题不是退不退出的问题,而是有没有竞争力的问题。所以,国有股减持应该明确目标,有目的地从竞争领域中一些经营业绩较差的企业开始减持,而不是全面减持,更不是所谓的减持优质股,而应该减持劣质股。

三、国有股减持的价格问题

《暂行办法》第六条规定:“减持国有股原则上采取市场定价方式。”这里并没有就如何进行市场化的定价做出具体的规定,这就为下一步国有股减持价格的确定留下了一定的选择空间。就目前的证券市场来看,一般企业的发行底价在30倍市盈率左右。如果采用竞价发行,市盈率将在40~50倍左右(肖鹏等2001)。这样的价格水平明显偏高。第一批试点国有股减持的中国嘉陵和黔轮胎,其失败的原因主要在此。

在某种程度上说,国有股减持最核心的问题是如何确定合理的价格。因为价格是有关当事人利益分配的标准,只有定价合理,才能在保证国家利益的同时,保持现有流通股的利益,才能成功地减持国有股。我们认为:应按挤出水份后的每股净资产来确定基准价,然后,根据企业的能力,允许上下浮动,这是由我国上市公司的特定环境决定的。由于我国股市结构的特殊性,上市公司国有股净资产价值的形成经历了两种不同方式的增值:(1)经营性增值,即公司每年盈利积累使公司的股东权益不断增加。(2)利用中国证券市场的制度缺陷“剥削”公众股东形成的不公平增值,这是目前我国上市公司股东权益增值的主要源泉。这种增值通过两种方式产生:第一种是资产评估形成的。资产评估是国有企业改制上市的重要环节,而资产评估过程中,资产的包装升水是很普遍的。第二种是溢价发行形成的。为保证证券市场的公正,我国《公司法》第一百三十条规定:“股份的发行,实行公开、公平、公正的原则,必须同股同权,同股同利。”同次发行的股票,每股的发行条件和价格应当相同。任何单位或者个人所认购的股份,每股应当支付相同价额。”可是,由国有企业改制过来的股份公司从来没有执行过“三公”、“四同”的法律规定。主要表现在两方面。一方面,面值1元的国有股不是从市场上同价认购的,而是由国有资本实有存量1元折1股折算过来的,也就是说,国有股每股的发行价是1元,价格和股票面值相等。其他股的发行价格就高了,都是溢价发行。社会公众购买1股要支付数倍于国有股的价格。另一方面,出资金大不相同的国有股票和社会公众股,在分配股利时却共享“同利”(胡培兆2001)。假设股票的溢价倍率(新股发行价/股票面值)为5,折股倍率(净资产评估额/股票面值)为1,收益分配时,社会公众股的收益率只及

对股份合作制 企业特有的 会计与报告 问题的探讨

□ 王翠春

股份合作制是股份制与合作制相结合的一种企业制度,它是充分借鉴股份制的组织运作方法,实行资金、设备、技术、场地、劳动力等生产要素参股而形成的一种新型的合作经济组织形式。近些年来,这种企业制度越来越成为众多小型企业改制的首选形式。但是,这类企业目前还缺少明确的会计处理规定和报告规范。笔者曾经了解过几家试行股份合作制的企业,会计人员大都感到在一些会计问题处理上无从下手,特别是在所有者权益的处理和相应的报告上更是这样。本文拟就此作一探讨。

一、股份合作制企业特有的会计处理问题

国有股的20%,使国有资产轻松地大幅度增值。因此,即使按目前的净资产减持,国有股已经是“大赚特赚”,再以高于净资产的价格减持就显得有些“贪心了”,如果比照二级市场股票价格打一定折扣减持,国有股将“暴赚”,对证券市场的公众股持有者是不公平的(王贵荣2001)。我们认为,国有股减持应在挤出净资产水分的基础上,以尽可能真实的净资产定价配售给公众或回购后注销。其表达式为:

减持价格=每股净资产 $(1+公司净资产增长率)/(1+资产评估升水率) \times (1+溢价发行增值率)$ 。在此价格的基础上,考虑公司目前的盈利能力、市场形象和未来的发展趋势,可以上下调整。大多数情况下,这一模式的减持价格比《暂行办法》中的市价要低,但这并不意味着国有资产的流失,只

就会计处理来看,股份合作制企业与其它企业的最根本的区别应该是所有者权益的处理。因此,本文试参照股份公司的有关做法,重点对这一问题作些探讨。

(一)股份合作制设立时的处理

新开办的股份合作制企业设立过程的会计处理比较简单,只是按照各自的出资情况和股本数量借记有关资产科目、贷记股本科目即可。比较麻烦的是老企业改制为股份合作制时的会计处理,下面进行具体分析。

按照现有法规的精神,原有企业改制为股份合作制,首先需要进行资产评估,然后再办理折股和职工认股等事宜。在这一过程中可能发生的会计处理主要体现在这样几个方面:

1、资产评估结果与账面差异的调整。企业改制时必须首先进行资产评估,企业进行股份合作制改造当然不会例外。比照其它有关财务和会计制度的规定,资产评估结果如与账面价值不同,对发生的差额自然要调整原有企业的资本公积。如果评估确认的价值较之账面价值有大幅的下降而资本公积已不足冲抵,该差额不妨冲减盈余公积、未分配利润、实收资本,或者是列作负商誉。

2、老企业结账。在对资产评估结果调整之后,原有企业应征询原投资者或主管部门的意见,对诸如未分配利润、未弥补亏损等问题依照其意见办理清算,然后就应按照年度结账的做法结清老企业的账面记录,并编制年度财务报表。

3、净资产折股。按照现行有关法规的精神,原有企业的净资产应依照原投资渠道和权益形成方式相应转化为国家股、法人股、职工集体股,原企业结欠职工的工资等可以转化为职工个人股,经原出资人同意或主管部门批准,可以在原有净资产中预留出一部分用于离退休职工的养老或医疗保险费用。笔者以为,转为新企业股权的部分自然应该记入“股本”科目,对于预留的部分不妨单独设置“专项应付款”予以反映。那么,相应的会计处理可以有以下两种方式:一

是还利于公众罢了。这一模式也许更利于国有股减持。

总之,从目前来看,国有股减持是大势所趋。从国家的角度看,国家减持国有股主要是为了充实社保资金,但从根本目标看,减持所要解决的并非仅仅是充实社会保障资金所需的资金问题,而是要借这样一个契机推进国有企业建立健全法人治理结构,增强国有企业的盈利能力,以“利于扩大公有资本的支配范围”、“放大国有资本的功能,提高国有经济的控制力、影响力和带动力。”只有概念清楚、范围明确,国有股减持才能实现既定的目标。

(作者单位:中南财经政法大学会计学院)

责任编辑 王教育