



您的位置：首页 - 文章选登

让股票成为支付手段(余云辉、李宝林；2004年1月15日)

文章作者：余云辉 李宝林

随着能源和原材料全面紧缺，粗放式的经济增长模式即将终结，以提高资源使用效率为中心的产业集中和企业整合即将开始，上市公司应该成为产业整合、集约经营的主导力量。因此，股票不应该仅仅是融资工具，也应该作为重要的支付手段而成为产业整合的利器。

股票是商品，是一种具有特殊使用价值的商品。股票的使用价值体现于：在保持生产经营过程的实物资产体系完整性的同时，可以将这个完整的实物资产体系虚拟化成为等额的股份，从而使得细分后的股份易于交易、赋予实物资产以良好的流动性，并在交易和流动的过程中体现所对应的实物资产的真实价值和预期价值。当股票的可交易性和流动性成为股票这种特殊的商品所具有的特殊的价值的时候，股票就具有了支付功能，可以充当一般等价物而成为支付手段。因此，股票支付功能的形成是同时基于以下二个基本前提：一是股票必须具有可交易性和可流通性，二是股票必须能够体现实物资产的真实价值和预期价值。

我国的股票尚不具备支付功能

国内上市公司的股票，无论非流通股（包括国家股、国有法人股、法人股）还是流通股，都不具备完善的支付功能，还不能成为收购资产、整合产业的普遍支付手段。

首先，非流通股（包括国家股、国有法人股、法人股）不是经济学概念上的可实现资产证券化的股票，无法作为上市公司的股票来发挥支付功能。

从本质上讲，非流通股不具备上市公司股票的基本属性，它仅仅是一种“具有中国特色的资产凭证”：这主要表现为以下方面：第一，非流通股从诞生的第一天起承诺不能流通，并构成流通股的定价前提；第二，非流通股承诺不流通就不能形成交易市场，无法形成市场化的定价机制；第三，非流通股通过承诺不流通来形成流通股的高市盈率的定价机制，以高价发行流通股的IPO融资和再融资来实现非流通股所对应的净资产的增值和套利；第四，非流通股股东的利益体现于净资产升值与净资产收益率上，而不是体现于股票市场价格上；第五，非流通股不能细分化交易，甚至占总股本5%以下的非流通股不能协议转让（这种不能细分交易单位并进行市场化交易的国家股和法人股显然不是股票）；第六，非流通股所对应的净资产没有实现证券化，非流通股不具有上市公司股票所具有的资产证券化的功能；第七，在办理质押、担保、反担保等业务过程中，商业银行等机构对非流通股价值的认定是其净资产的五折或六折，可见，非流通股事实上没有被认定为上市公司的股票，而仅仅被认定为一种没有流动性的资产凭证；第八，根据我国会计核算制度，非流通股不属于流动资产，因此，在会计制度上否定了非流通股作为上市公司股票的属性。

可见，非流通股只是一种特殊的资产凭证，它不能作为上市公司的股票来充当支付手段。

在现实经济活动中，由于非流动股的流动性缺陷，资产的被收购方很难接受非流通股作为交易的代价，尤其难以在不同的利益主体之间达成以非流通股换取实物资产的并购交易。武钢股份和ST小鸭定向增发非流通股的成功是我国资本市场的一次重要的金融创新，但本次定向增发的非流通股并不具备作为流通性资产的支付功能。在武钢股份和ST小鸭定向增发非流通股成功之后，二个公司的大股东仅仅是以资产换取了一种特殊的资产凭证。这种凭证不能拆细交易、没有交易市场、没有流动性，也无法市场化定价。因此，在大股东的实物资产进入股份公司并量化为股份之后，并没有实现这部分资产的证券化。

如果资产所有者难以普遍接受上市公司所支付的非流通股作为收购资产的代价，这就意味着非流通股作为一种不可流通的资产凭证而不具备股票性质的支付功能。

其次，国内上市公司的流通股也难以成为支付手段。

其主要原因在于：在股权分置的情况下，非流通股股东以实物资产凭证所有者的身份占据了董事会的控制地位，流通股股东的权力和利益无法得到制度保障，流通股的投资价值存在制度性贬值的趋势。

在非流通股没有完成证券化的情况下，流通股由于流通量偏小而易于在交易过程中被投资者操纵，流通股股价往往偏离其内在的投资价值，不能相对准确地体现上市公司的价值。

上述原因导致非上市公司资产的所有者不愿意以其拥有的资产换取被高估的流通股股权，从而，流通股无法成为并购活动的支付手段，上市公司难以借助流通股的定向增发来实现企业整合和产业整合。同时，这也意味着我国上市公司的流通股还不能成为非上市企业资产证券化的工具。

由于非流通股和流通股没有良好的支付功能，无法成为有效的支付手段，国内上市公司的资源整合能力和资产证券化能力被削弱了。

如何让股票成为支付手段

为了使上市公司的股票成为支付手段，我们必须尽快完成上市公司的股权改造，赋予上市公司股票以流动性资产的支付功能，使之成为收购兼并、整合产业的金融手段。为此，我们需要加快完成以下工作：

第一，改造上市公司的股权结构，实现股份“全流通”。在寻求“全流通”的思路，首先需要性质上认识到：非流通股不是经济学意义上的上市公司股票，它仅仅是计划经济规则下产生并延续至今的“具有中国特色的资产凭证”，它不具备上市公司股票的特征和性质。目前，上市公司股权结构的再造就是把股权分置的二元结构，即“非流通的资产凭证+流通股”的股权结构，改造为“流通股+流通股”的股权结构。非流通股作为一种特殊的历史背景下产生的资产凭证可以按照一定的方式和比例（比如按照“内涵型定向增发流通股与股权性融资相结合的方案”）转换为流通股，实现“非流通资产凭证”向流通股的“转性”。只有在“全流通”的股权结构里，公司董事会才能成为流通股股东的董事会，全体流通股股东的利益才能得到公司内部组织和内部制度的保障，股票价格才能体现公司的现实价值和预期价值，流通股作为流动性资产才能成为普遍支付手段。

第二，通过向管理层发行认股权证等方式，完善上市公司的激励制度，提高流通股的投资价值。如果说推行“全流通”是旨在解决非流通

股股东与流通股股东的利益对立，使得流通股价格能够体现公司价值，那么，在“全流通”的基础上向管理层发行认股权证则是旨在实现股东利益与管理层利益的统一，以便提高流通股的投资价值，使得股票能够更好的充当支付手段。

此外，在企业的并购过程中，并购行动往往会遇到被收购方管理层的反对。因此，利用上市公司股票全流通的优势，向被收购方的管理层定向发行一定数量的认股权证，有利于推动上市公司并购活动的完成，更好地发挥股票作为支付手段的功能。

第三，通过健全和完善相关的规则，创造一个良好的产业整合、企业并购的金融环境与政策环境。在股权分置的情况下，为了防止非流通股股东以大股东的身份侵害流通股股东的利益，证券监管部门承担着过多的沉重的任务。当上市公司董事会被非流通股股东所控制，流通股股东利益得不到制度保障的时候，监管部门被迫成为流通股股东的保护机构，但这同时也降低了上市公司的决策效率和行动能力。在“全流通”的股权结构里，董事会和股东大会成为维护和增加流通股股东利益的机构，大股东就是大的流通股股东，他们比小股东更加关心并购的价值；同时，在“全流通”前提下的股权激励制度也能够促使管理层更加关心并购活动对流通股价值的影响。此外，证券市场的流通股价格走势也能够给予上市公司的并购行为以量化的评价。在此情况之下，有关监管部门可以简化上市公司并购活动的审批程序，增强上市公司的决策机构和经营管理机构的责任，提高上市公司的资源整合能力。

第四，有关部门应该允许甚至鼓励非上市公司资产以换股合并的方式进入上市公司。上市公司作为公众化的经营机构需要建立庞大的内部治理机构、并聘请各类中介机构维持日常的管理和运营，由此产生大量的直接或间接的管理费用，因此，许多中小企业直接上市并不具备规模经济。此外，许多优质的资产未必都是满足独立上市的资产。通过定向增发流通股的方式，上市公司可以发挥股票作为支付手段的职能，把社会上规模较小甚至零散的优质资产吸收合并到上市公司中来，扩大资产证券化的范围，发挥上市公司的资源整合作用，提高国内上市公司的整体竞争力。让现有的近1300家上市公司都变成未上市企业间接上市的可能通道，彻底减轻众多企业排队上市的压力。

第五，监管部门、交易所以及努力成为未来国际金融中心的地区，必须把如何保护和珍惜上市公司资源的工作提到意识日程。股票是财富分配的工具，是国民分享经济增长成果的金融手段。在国内机构投资者不能开展全球投资的情况下，优质企业大量流失到境外上市，势必形成“财富生产在境内，财富分配在海外”的不利格局。我国不应该成为这一格局下的“世界制造中心”。同时，如果大量优秀的高成长的企业，尤其是那些未来可能成为跨国公司的企业无法在国内上市或者不愿意在国内上市，那么，我国是不可能形成国际金融中心的。因此，社会各界必须清醒地认识到我国证券场所存在的根本问题的长期后果，必须加快解决上市公司股权分置问题、尽快推行管理层的股权激励制度、恢复股票作为支付手段的功能，提高上市公司整合资源的能力，让我国的上市公司制度变得对投资者有吸引力、对拟上市的企业有吸引力、对拟上市的管理层有吸引力，从而，使优秀的企业能够及时地在境内上市，并且愿意在境内上市。

总之，为了转变中国经济增长的模式，提高各类资源的使用效率，增强上市公司在企业并购、行业整合过程中的作用，需要加快改造上市公司股权结构的进程，尽快推行“全流通”方案和管理层股权激励制度的试点工作，通过改造企业股权制度和完善政策环境，提高上市公司的创新能力和资本市场的资源配置能力，让股票成为支付手段，让上市公司成为产业整合的核心力量。

文章来源：《中国证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所