

“时代见证”
系列丛书

解密

公司证券设计与国企改革

庞任平◎著



DECRYPT

当西方证券设计理念遇上中国国企改革，
会撞出什么火花？
自由平等的契约形式能否建立？

证券设计利刃，解开国企改革桎梏，高效资本重组，财富增值！

SPM

南方出版传媒
广东人民出版社

解密

公司证券设计与国企改革

庞任平◎著

DECRYPT

SPM

南方出版传媒
广东人民出版社

·广州·

图书在版编目 (CIP) 数据

解密：公司证券设计与国企改革 / 庞任平著. —广州：广东人民出版社，2016.2

ISBN 978-7-218-10707-3

I. ①解… II. ①庞… III. ①证券交易—研究—中国 ②国有企业—经济体制改革—研究—中国 IV. ①F832.51 ②F279.241

中国版本图书馆CIP数据核字 (2016) 第010751号

JIEMI: GONGSI ZHENGQUAN SHEJI YU GUOQI GAIGE

解密：公司证券设计与国企改革

庞任平著

 版权所有 翻印必究

出版人：曾莹

出版策划：肖风华

责任编辑：林小玲 段太彬 梁茵 廖志芬 骆妮

封面设计：仙境

责任技编：周杰 黎碧霞

出版发行：广东人民出版社

地址：广州市大沙头四马路10号（邮政编码：510102）

电话：（020）83798714（总编室）

传真：（020）83780199

网址：<http://www.gdpph.com>

印刷：广州市一丰印刷有限公司

开本：789mm×1092mm 1/16

印张：16 字数：251千

版次：2016年2月第1版 2016年2月第1次印刷

定价：68.80元

如发现印装质量问题，影响阅读，请与出版社（020-83795749）联系调换。

售书热线：（020）83795240

第一章 何为公司证券设计

- 一、公司证券契约解决两个问题 / 3
- 二、公司证券契约是股份制和资本市场发展的产物 / 4
- 三、公司证券设计理论发展 / 17
- 四、公司证券设计的探索与实践空间 / 26

第二章 公司证券设计利益相关主体

- 一、利益相关主体与公司契约视角 / 33
- 二、人力资本投资与利益相关主体契约 / 41
- 三、利益相关者结构与行为分析 / 47

第三章 经理与职工股权证券设计

- 一、经理—股东的代理冲突分析 / 71
- 二、管理报酬契约——初步解决方案 / 79
- 三、经理股权证券设计 / 90
- 四、经理股票期权及认股证——股权证券的衍生 / 106
- 五、职工（雇员）股权 / 112
- 六、我国对经理层与职工持股的实证检验 / 117

第四章 债权保护与证券设计

- 一、财富转移与债权人利益保护 / 125
- 二、债权证券的财富转移监督条款与成本分析 / 134
- 三、债权证券设计条款及信息信号功能 / 146
- 四、最优债权证券条款的原理 / 153
- 五、让债务人说真话的条款与信息机制 / 156

第五章 公司并购的证券设计与运用

- 一、公司控制权市场与公司并购 / 163
- 二、公司并购的财富创造效应 / 169
- 三、公司并购的财富转移效应 / 176
- 四、公司并购与证券设计运用 / 182

第六章 解密混合所有制改革与证券设计

- 一、国企资产资本化与证券化的契约逻辑 / 203
- 二、混合所有制改革——保护非国有资本积极性 / 213
- 三、经理与员工股权证券激励机制 / 224
- 四、债券市场的信用与声誉信息机制 / 238

第一章

何为公司证券设计



公司证券设计，英文为Security Design of Firm，就是对公司证券契约结构与形式的设计和安排。结合Franklin在《新帕尔格雷夫货币与金融大辞典》对证券设计条目的解释，以及Allen与Winton对证券设计的综述性解释，所谓证券设计，就是对证券结构的基本决定因素进行研究，从而设计出最优的金融契约，以克服代理人之间的各种摩擦。^①在西方经济学中，证券设计主要归属于公司财务金融与企业治理理论。具体来说，它是公司证券或金融契约的一个范畴。^②

^①载《经济学文摘》，1999年第7期（原文初刊于《南方经济》1999年2-3期）。

^②在财务经济学中，公司证券与金融契约是一回事，都是Finance Contract的汉译名称。公司证券主要是研究公司融资决策，以及融资决策过程中的证券工具的具体设计和安排问题。



一、公司证券契约解决两个问题

公司证券契约有两个层次。第一个层次是在既定金融契约条件下，公司融资结构的最优问题，即公司融资成本最低、收益最大的问题。第二个层次是如何通过最优金融契约平衡公司各利益相关方的证券契约结构和形式，尽可能为利益相关方提供激励，以促进企业价值最大化。不论是哪个层次，证券设计主要解决两个问题：一是企业未来收益分配权问题；二是企业资源使用控制权问题。

包括股票和债券在内的证券契约的产生，最初是出于企业向社会广大投资者融资并扩大资本总量的需要，投资者愿意通过这些证券契约形式把资金投资到企业，主要目的是为了获取利益。不管是对企业家，还是对外部投资者，这两个方面的内容都表现为现金流量，现金流量如何在他们之间分配，关键在于现金流量控制权掌握在谁手中。因此，企业家向社会融资、社会投资者向企业投资决定了需要证券契约的安排，但是他们之间的现金流量如何分配，又需要证券契约具体形式本身的设计来解决。

证券设计的设计要解决现金流量的分配只是一个部分，实际上，现金流量的分配取决于企业的决策，例如，投资项目的选择、投资操作人员的安排以及日常运行的决策。现金流量如何产生、如何分配，及投资者的回报取决于谁在控制这些活动，即谁在控制企业的资源。例如，债券一般是承诺保证一种固定的收益支付而不是依据企业的经营绩效随机变化，从而得到稳定现金流的分配。如果企业不能给予这种固定支付，债权人可以通过破产法的裁决来谈判解决，使其现金流得到一定程度的满足。在企业破产之前，债权人不配置剩余控制权，股东具有最后剩余索取权，即股东具有最后发言权。但一旦资不抵债，破产法就会决定债权人具有优先偿还的权力，成为实际的企业资



源控制者^①，具有现金流量配置的决策权。那么，即使在破产之前，股东投资者的股权份额不同，也会因为股份所代表的投票权不同，引起对资源的控制力量不同，例如，是多数表决制还是累计表决制，对投票权的分配就有很大的影响。因此，证券设计不仅包括现金流量的配置问题，还要包括对企业资源的最后控制权配置问题，而后者又往往决定前者。

但是由于公司股份的分散化，公司的所有权与管理权发生了实质分离，管理层掌握了公司的资源控制权，由于交易成本等原因，股东对公司的具体经营无法深入了解，无法掌握公司经营的具体信息，分散化的小股东因监督的“公共产品”性质普遍存在“搭便车”的行为，因此，对经理的监督不力。相反，公司经理等管理层却可以利用其在位管理的优势，对企业的经营状况了如指掌，于是利用内部信息优势对企业股东或债权人财富进行掠夺，或者对公司的管理不尽力，用俗语说，就是表现为“多吃懒做”。这些问题就成了现代企业制度的代理问题。这些问题，都是股权契约本身发展的结果，是股权契约本身引起的问题，还需要股权契约具体形式本身的具体设计创新，使委托人与代理人之间的利益目标函数具有一致性，而且，这种契约可以为双方之间提供一种信息或信号，使双方可以依据对方行为传递的信息或信号采取相应的行为。

二、公司证券契约是股份制和资本市场发展的产物

公司证券设计的产生有两个基本经济前提：一是股份制企业的诞生，标志着企业剩余索取者与企业经营决策者之间发生分离，赋予

^①张维迎：《企业理论与中国企业改革》，北京大学出版社1999年版，第88页。



公司证券设计特殊使命，即处理股份制企业中出现的各种利益矛盾问题，使它成为公司财务决策中的一个重要内容；二是资本市场的产生及其不断发展，为公司证券的发展提供了深厚的土壤，使其内容更加丰富，形式更加多样，用途更加广泛。

（一）早期的企业组织形式不需要证券契约

股份制企业诞生之前，企业形式的演变主要经历了三个阶段：家庭作坊和外包工制，业主所有制，合伙制。在这三种早期生产组织形式中，没有证券设计的必要性和可能性。

家庭作坊是前企业形式的一种典型，包括15—18世纪遍布欧洲的由“一名师傅、两三名帮工、一两名学徒”组成的像一个家庭那样的小作坊^①；包括位置分散、跨度很大而又互有联系的，由商人身兼协调、联络、领导等职责的手工工场；也包括18世纪欧洲大量涌现的劳动力集中在大小不等的厂房内的，劳动监督便利的各种制造厂；还包括蒸汽机发明以后兴起的那些拥有机器设备以及用水和蒸汽为动力的制造厂等。在这些企业中，居主导地位的只有商人，而生产者没有任何地位，城市商人直接管理了生产原料的采购、生产过程的具体管理和产品销售等全过程，他拥有企业的一切财产和决策权利。

外包工制是前企业形式的另一种典型。这种形式是家庭作坊制的补充，是扩大制造业或加工业产量的一种主要方式，根据这种形式，商人向工人分发活计，根据活计向每个工人提供原料，并预付工资，其余部分在交付成品时结清。这样，工人就可以把生产安排在家庭中进行，生产单位分散化而非局限于一个固定的场所，具有了更大的灵活性，提高了生产效率。然而，所有生产单位都不具备独立性，他们

^① [法] 费尔南·布罗代尔著，施康强、顾良译：《15—18世纪的物质文明、经济和资本主义》（第二卷），三联书店1993年版，第311页。

的原料和产品都被为数很少的几个外包商人所控制。其本质和家庭作坊制并无区别。到了19世纪20年代，外包商开始设立“中心工场”，使管理更有效率、生产更加协调。外包工制向中心工场的演变动力，诺斯认为，在于加强对产品质量的直接控制和监督^①；而钱德勒则认为，在于技术创新引起中央动力的加强^②。

业主所有制是外包工制的一种演进形式，是最简单的企业形式，企业家和资本所有者合一，业主所有制企业只有一个产权所有者，它是业主的个人财产，由业主直接经营。这种企业形式由于业主财力的有限性，所以会受到资金周转的限制，在不断扩大的规模生产竞争中，这种小规模的经营注定了失败的命运。

合伙制企业是一种比较完善的业主所有制生产组织形式，是在两个以上业主的个人财产的基础上经营，合伙人分享企业生产的利润并共同对企业债务和可能发生的亏损负责。合伙制的产生主要是业主所有制规模报酬放大的结果，因为多个合伙人共同筹措资金，又可以共同承担盈亏风险，不仅使生产规模的扩大变为可能，而且有利于企业适应多变的经济环境。在经济发展的早期，由于市场机制不完善，有关企业家的资信状况又不公开，业主所有者（企业家）与拥有资金、或者与具有更强筹资能力的人合伙，是种司空见惯的现象^③，几乎在所有生意形态上都得到了应用，从乡下小店铺到控制国内和国际贸易的

① [美] 诺思著，陈郁等译：《经济史中的结构与变迁》，上海三联书店1991年版。

② [美] 艾尔弗雷德·D. 钱德勒著，重武译：《看得见的手——美国企业的管理革命》，商务印书馆1987年版。

③ 法国历史学家费尔南·布罗代尔在《15—18世纪的物质文明、经济和资本主义》中记载，1749年鲁昂名叫村加尔的商人通过某种特殊途径掌握了一项工艺秘密，准备开办一家棉布印染手工工场，万事俱备独缺资金，于是，他联系Y. 卢维合伙，后者负责资金筹措事务。

大商业银行。合伙制企业的所有合伙人都有权代表企业从事对外签约等经济活动，而且重大决策都需要得到所有合伙人的同意。

所有这些早期的生产组织形式，剩余索取权与最终决策者是统一的，产权的所有者一般为个人或贵族所掌握，他们享有资源的绝对控制权，完全可以凭自己的意志左右企业的经营，其利益关系和处理不需要证券契约来实现。

（二）公司制企业证券契约的不全面性

公司，英文为Corporation，源于17世纪，是一个企业的合法的和契约性的机构。公司制企业是由于合伙制企业和业主所有制企业的筹资能力有限而顺应于扩大化大生产而产生的企业组织形式。公司制有两个基本特征：一是有限责任制度，二是股本不可抽回制度。对于比较先进的合伙制企业而言，所有合伙人都要对企业的债务和可能的亏损负无限责任，成员的风险比较高，注定了资金筹措能力有限。而公司制的有限责任正可以回避这个责任和风险无限的问题，只需要承担与出资比例相配比的债务和风险，分享同样比例的盈利。

1. 两合公司制

公司制企业的最早形式是两合公司制，它产生于1532年的意大利佛罗伦萨，随后在欧洲各地得到发展。两合公司制实质上是合伙制的继续。它由两种资金提供者构成：一是所谓的“活跃的”合伙人，其责任为无限，负责经营和管理公司的具体事宜，具有经营决策权；二是“睡着的”合伙人，只提供资金并分享同比例的利润，但不直接负责企业的经营决策。两合公司制由于其风险分担比例的合理性，使企业的筹措资金能力大大加强。然而，这种组织形式的公司具有内在的不稳定性，因为企业的具体经营权由“活跃的”合伙人一人独有，



而“睡着的”合伙人由于信息的不对称不可能对企业的经营情况了如指掌。因此，前者在经营操作中完全有能力把经营风险转嫁给责任有限的合伙人，如果公司破产，责任无限的合伙人并没有无限的财富可供债权人追索，债务负担仍然为所有合伙人分担，因此，所有合伙人都变成了有限责任。所以说，两合公司只能称得上是合伙制的一种改进，也只能是公司制的一种雏形。

2. 有限责任公司

标志着公司制的真正产生是有限责任公司的诞生，这种企业组织形式的出现对经济发展发生了深远的影响。经济学家约翰·希克斯对此进行了最有价值的评述：“有限责任公司的发明是这一系列发明中最为突出的。企业通过这种公司筹集资金，并允许投资者分享利润，它是进一步扩大资本市场的一个手段。人们发现当进一步按固定利息借入资金有困难或不可能时，用这种方式筹措资金倒有可能。……如果他（资金提供者）在几个企业里投资作为合伙人，那他将无法分散其所承担的风险，他将面临严重的危险。如果他的责任是有限的，当他从某一企业的失败中蒙受的损失不致超过他对该企业的投资时，那么分散其投资就对他有利，即使他是按公平条件投资的。这就是有限责任公司扩大市场的办法。这种安排的后果非常深远。它们已经接近使商业发展的中间阶段告终并把商业发展引进现代阶段的转变的核心。”^①有限责任公司使投资者与经营管理者出现了一定的分离，但投资者还有能力对企业资源及其产生的现金流量拥有控制权，或者说投资者能在较大程度上对经营者实行监控，投资者的期望利益和企业价值容易得到保障和实现。

^① [英] 约翰·希克斯著，厉以平译：《经济史理论》，商务印书馆1987年版，第73—74页。

所以，在合伙制和有限责任公司这两种企业组织形式中，公司证券契约可以作为一种纯粹的融资契约来体现，但内容和意义还不全面。

（三）股份有限公司的“资本关系”证券契约

股份有限公司是有限责任公司的一种进步，由一个企业家或一个管理层筹得基本的物质资本，并且通过借款或者发行和卖出“证券”股份来为公司的启动而融资，公司给投资者股票，以表明投资者对公司的经营成果按股份拥有剩余索取权。它的基本特征是：一是把可供投资者投资的股本分成一些份额，因此投资者分散化，这些投资者通过“证券”这种资本契约被拴在一起，通过这种契约来规范企业的财务与金融所有权关系及其当事人之间的利益关系，依照其股票的拥有份额分享公司经营的利润，并承担相应的风险；二是公司的股份可以转让，但是仍然不可撤回；三是公司的经营交由具有经营能力的职业经理人管理，职业经理人为股东的利益服务，并得到相应的管理者报酬。

1. 股份有限公司的雏形

股份公司的建立也是为了应付筹集资本之需。例如，在16—17世纪的英国，海外贸易和海外勘探业得到大力发展，资金是企业发展的瓶颈，这些企业需要从更大的地域或从全社会筹集资金，这样，股份有限公司便是一种很好的形式。“从未有过一条船不是通过认购数额微小的股份而募集资金的，这种集资方式使私掠船的受益者遍布王国的每个角落。”^①铁路建设的股份制就更加明显，在英国，大部分铁

^① [法] 费尔南·布罗代尔著，施康强、顾良译：《15—18世纪的物质文明、经济和资本主义》（第二卷），三联书店1993年版，第479页。



路资本是由一笔笔200~2000英镑的小投资筹集起来的。早期的股份有限公司，国家在其中所起的作用很大，在英国及早期的美国，股份公司实行的是特许制，政府发展股份公司都有其特殊的目的。例如，在早期的英国和法国，股份公司就是政府进行殖民掠夺的工具，因此长期处在政府的控制之下。公司被少数大股东所控制，两权分离的现象还不明显，例如，当时十分成功的荷兰东印度公司，它的控制权就始终被控制在几个大家族手中。^①在18世纪40年代的美国，股份公司的形态较小，一般是以个人的方式进行，“老板就是经理，经理就是老板”。^②所以说，早期的股份有限公司只能称得上股份公司的基本形态，但是，在这种形态中，“股票”这样一种证券契约已经出现，并且被用来规范相关利益当事人的权利与义务关系。

2. 股份有限公司的股份分散化发展

基本形态的股份公司肯定不能适应经济发展的要求，高成长性的公司“非随时拜访大众，吸收大量资本不可”，有的投资从一开始就需要庞大的资金投入，例如在美国，“建设铁路所需的资本大大超过了购置种植园、纺织厂甚至一个船队所需要的资本，因此，单独一个企业家、家族或合伙人的小集团几乎不可能拥有铁路”。^③所以，股份公司不可能再像以前那样，只面向少数股东投资者，而是要真正地面向社会，股份必然要社会化和分散化。

公司之间的合并是引起股份分散的另一方式，合并使原先许多小

① [法] 费尔南·布罗代尔著，施康强、顾良译：《15—18世纪的物质文明、经济和资本主义》（第二卷），三联书店1993年版，第481页。

② [美] 艾尔弗雷德·D.钱德勒著，重武译：《看得见的手——美国企业的管理革命》，商务印书馆1987年版，第40页。

③ [美] 艾尔弗雷德·D.钱德勒著，重武译：《看得见的手——美国企业的管理革命》，商务印书馆1987年版，第97页。



型的由个人、家族或合伙人管理的公司一体化，多个所有者进入一个大企业，企业的所有权就走向分散。“当公司为了进行改组和统一利用各种设施、通过出售股票而筹措资本时，股份的持有情况就更为分散”。^①

另外，重要大股东或家族内部原因也造成股份分散化，一是“富裕的家族售出他们集中持有的股份，以便分散其投资，获得投资组合的收益”，二是因财富继承而引起的对财富的分割。

法律和政治制度也促进了股权分散化发展。例如，美国在1929年经济大危机以后，颁布一系列规制证券市场、商业银行、投资银行及保险公司的法律，禁止商业银行以自己的名义持有自己的股份，限制保险公司、共同基金等机构投资者组合过于集中，这些法律限制了金融机构在其他机构中的控制性地位，使得公司股份进一步分散化。再如日本，战后盟国最高司令部明令83家日本公司为控股公司，10个家族为控制这些控股公司和其他公司的财阀家族，它们的股票被“证券清理协调委员会”予以售出。且规定，公司的雇员和公司所在地的居民有优先购买权；任何个人不能获得任何公司1%以上的股票，这些政策有效地保证了股份的分散化。到1949年底，个人持股额达到所有注册公司发行在外股票总额的70%，使日本公司的家族股权分散，控制权被掠夺。^②

3. 股份分散化的直接后果

股份分散化的直接后果就是导致股东投资者与管理者的分离，产生了股东与管理者（经理）之间的委托—代理关系，股东投资者一旦

① [美] 艾尔弗雷德·D. 钱德勒著，重武译：《看得见的手——美国企业的管理革命》，商务印书馆1987年版，第97页。

② [日] 青木昌彦著，朱泱、汪同三译：《日本经济中的信息、激励与谈判》，商务印书馆1994年版，第135页。



购买公司股份，它就只能享受公司的剩余索取权，在企业的具体经营上，则完全交由经理层管理。因为他所持有股份足够小，以致不能对企业的资源进行控制，当一个公司没有一个控股性大股东时，企业的资源控制就实际落入了管理者（经理）手中，导致股权的真空化，出现了所谓贝利和米恩斯命名的“经理革命”的公司权力结构，企业的实际控制权从股东投资者转移到了企业经理手中，使“所有者控制”变成了“经营者控制”。据1963年美国学者勒纳对美国最大的200家非金融企业控制权的分析，经营管理者控制的资产比重已从1932年的58%上升到60年代初的85%。当经理掌握了企业的资源控制权时，违背股东投资者的利益，攫取私利，便是一个“自然现象”，股东利益必然受到损失，从而使股东投资者与经理管理层走向了对立。因此股东投资者需要与经营管理层签订一个对双方都具有约束性的契约（股权契约），就成了股份制公司的一个客观要求，公司的证券设计便是一个重要组成部分。

在现代股份制企业中，规模经济的生产对资金供给的要求越来越高，企业的正常运转对股东投资者以外的资金依赖性越来越大，因此，企业借债是不可避免的事情。当银行由于其流动性要求或者因交易成本的影响不能满足企业的借贷资金的要求时，企业管理者具有了向社会多样化融资的要求。有些投资者属于风险规避类型，不愿意承担股本亏损的风险，而只愿意在一定时期内收取固定利益，获取一定的现金流，管理者就面向他们发行企业债券，承诺在约定时间付给利息，并在一定时间以后偿还本金，这样企业债券便应运而生。

从股份公司的产生和发展可以看出，公司证券契约的产生和发展完全是资本筹措和运用达到一定历史阶段的产物，是建立在“资本”关系的基础上，证券契约的相关当事人通过“资本”关系联系起来，共同促进社会大生产，并互相制约。