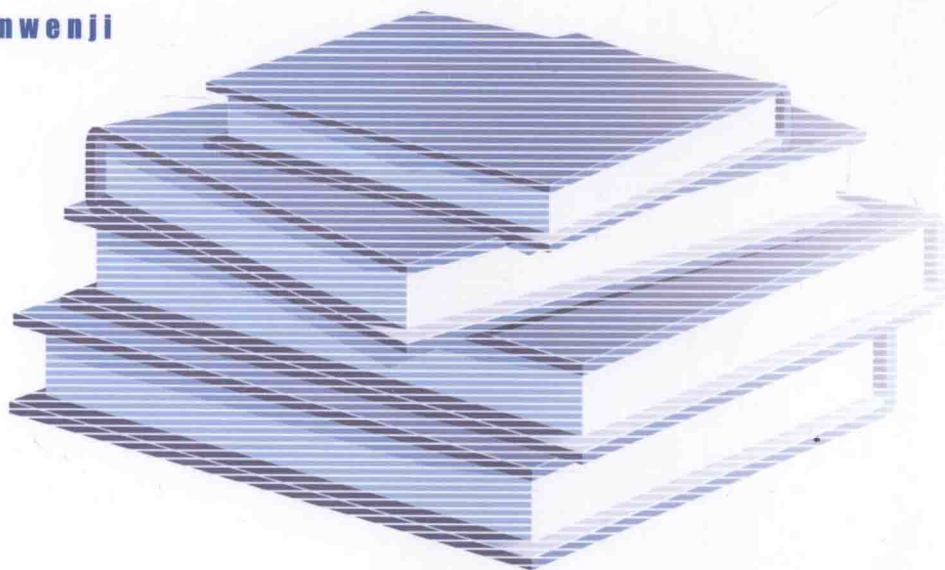


Jingji yu Guanli Lunwenji

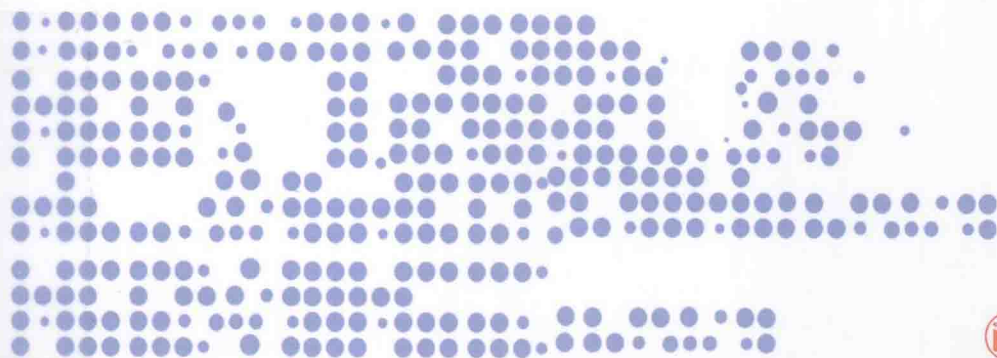


王 澍 / 主编

经济与管理

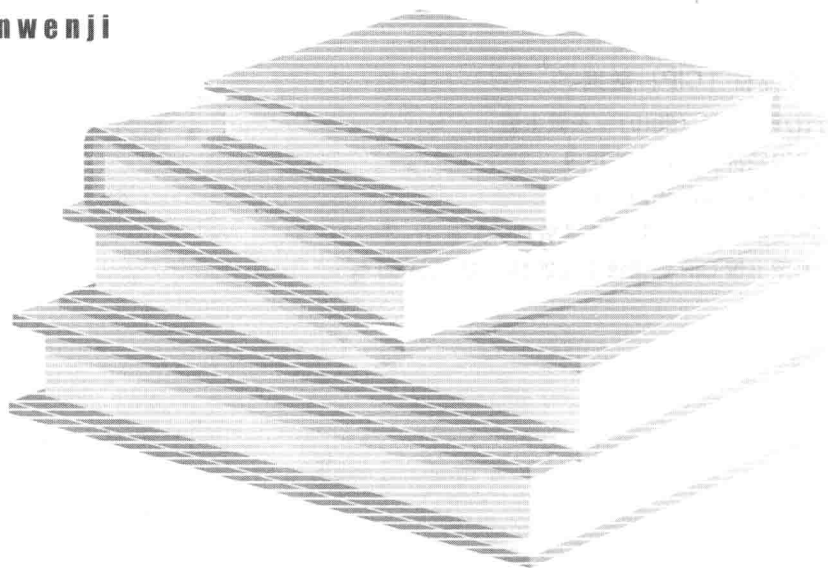
论文集

(2010)



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

Jingji yu Guanli Lunwenji

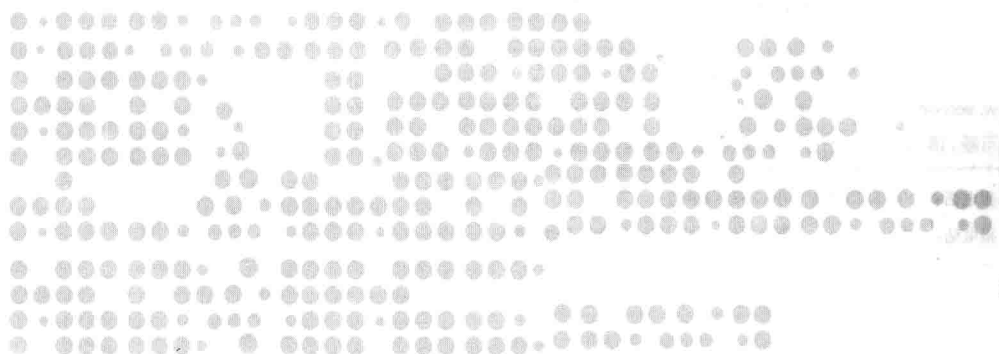


王 澍 / 主编

经济与管理

论文集

(2010)



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

经济与管理论文集 (2010) / 王澍主编

北京: 中国经济出版社, 2010. 9

ISBN 978 - 7 - 5136 - 0121 - 4

I. ①经… II. ①王… III. ①企业管理—文集 IV. ①F270 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 158959 号

责任编辑 夏 冰

责任印制 张江虹

封面设计 白朝文

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 北京市人民文学印刷厂

经 销 者 各地新华书店

开 本 889mm × 1194mm 1/16

印 张 32.75

字 数 700 千字

版 次 2010 年 9 月第 1 版

印 次 2010 年 9 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 0121 - 4/F · 8461

定 价 95.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换 (联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

目 录

CONTENTS

行业篇

通胀预期下我国货币政策有效性简析	樊 昕/3
从生产要素现状看我国的农村体制改革	刘海波/6
股票期权理论在上市公司中的激励作用	刘景南/9
内地创业板与主要亚太国家和地区创业板上市条件比较	石 乔/12
中国应对国外反倾销的策略	杨 奇/14
中国债券市场发展的徘徊与忧患	张 冬/17
中小企业融资难问题的对策探讨	张学松/19
从法兴银行事件看商业银行的风险管理审计	周 挺/22
创业板对 PE/VC 和中小企业融资的影响	陈 健/26
未来石油价格走势分析和天然气价格对石油价格的影响	戴 明/29
我国农村金融存在的问题及政策建议	冯雪芹/34
铁路、地铁上游产业链 ——建安企业国内贸易融资方案探讨	高恺元/37
论我国证券投资基金发展状况	高 翔/42
我国现行货币政策工具的比较选择	胡 滨/45

行业篇。

通胀预期下我国货币政策有效性简析

樊 昕

摘 要

在 2009 年经济回暖、宏观经济总体企稳回升的关键时期,信贷的高投放、国际大宗商品价格不断上涨以及国内楼市价格的迅速攀升加大了通胀预期和资产泡沫,人们对于实体经济的通货膨胀预期开始逐渐显现。但是,由于经济环境还存在着很多不确定性,适度宽松的货币政策还须继续保持,面对逐步升温的通货膨胀预期,货币政策的有效性仍然值得我们反思。本文选取货币供应量作为货币政策的中间目标,以 2008 年 1 月~2009 年 9 月的 M0、M1、M2 以及 CPI 为样本,通过模型分析通胀预期下货币政策的有效性。在得出货币政策有效性有所削弱的结论后,文章从央行对货币供应量的控制能力、货币政策效应时滞,金融市场对货币政策的传导行为,包括商业银行流动性、汇率政策和金融生态,以及财政政策和公众预期的角度对货币政策有效性削弱的原因进行分析。最后,有针对性地提出了解决建议。

 **关键词** 通货膨胀预期 货币政策有效性 协整分析 货币政策时滞 流动性过剩 汇率政策 非一致性预期

在世界经济正从全球金融危机中逐步回暖和复苏的大背景下,我国经济得益于国家 4 万亿投资、信贷规模超预期、十大产业振兴规划以及区域经济政策的刺激,2009 年经济增速稳定,投资快速增长,消费需求不断扩大,需求结构明显改善,内需对经济增长的拉动作用显著增强,宏观经济总体处于企稳回升的关键时期。但与此同时,信贷的高投放也加大了通胀预期和资产泡沫,人们对于实体经济的通货膨胀预期开始逐渐显现。伴随着近段时间国际上大宗商品价格不断上涨以及国内楼市价格的迅速攀升,加之国际市场上依然宽松的流动性,尽管还没有形成通货膨胀,但是民众的通胀预期在所难免。

一、货币政策实施背景

2008 年,货币政策的走向分为三个阶段——年初央行执行了从紧的货币政策,指导金融机构合理均匀地安排信贷投放。7 月按照既要保持经济平稳较快发展,又要控制物价上涨的要求,央行引导金融机构扩大信贷总量,优化信贷结构。9 月,央行采取适度宽松货币政策,四次有区别地下调人民币存款准备金率,五次下调金融机构人民币贷款基准利率,四次下调人民币存款基准利率。

2009 年,为了刺激国内经济的复苏,减轻国际金融危机的影响,我国实施了积极的财政政策和适度宽松的货币政策,在执行过程中,货币总量持续快速扩张,货币流动性增强。受流动性可能推动资产价格过度上扬的影响,民众对于通货膨胀的预期不断增加,未来通胀压力增大。因此,在通胀预期下把握货币政策的力度和方式,实现货币政策的有效性具有至关重要的意义。本文将就适度宽松的货币政策在通货膨胀的预期下是否有效,哪些原因会成为影响我国货币政策有效性的主要因素,以及如何实现通胀预期下我国货币政策的有效性进行分析与论证。

二、货币政策有效性的理解与近年我国货币政策有效性的判断

(一) 货币政策有效性的理论简述

货币政策效应发挥得是否充分,关键要看通过货币政策工具的操作和中介目标的传递,终极目标变量是否朝着货币当局合意的目标区间移动。如果这三个目标均及时达到了预计的区间,就说明货币政策效应被充分发挥,反之则没有充分发挥。货币政策有效性既在于货币政策本身,更取决于货币政策发挥作用的环境和条件,并且货币政策作用具有非对称性。而经济理论的优劣似乎也不完全在于理论本身,而在于时代的选择。

(二) 我国近年货币政策有效性的基本判断：协整分析

结合 2008 年 7 月以来中国经济在适度宽松的货币政策指导下的现实数据，我们来分析在这轮经济刺激计划中，中国所采取的一系列货币政策的有效性如何。

1. 模型分析

英国经济学家克莱夫·格兰杰于 20 世纪 80 年代提出的协整理论是处理非平稳时间序列间协整关系的有效方法。我们选取货币供应量的三个层次流通中的现金 M0、狭义货币 M1、广义货币 M2 作为货币政策的代表来衡量货币政策效应，采用通货膨胀预期水平来衡量居民价格指数（CPI）。

2. 样本数据的选取

选取我国 2008 年 1 月 ~ 2009 年 9 月共 21 个月的物价消费指数（CPI）、流通中现金（M0）、狭义货币（M1）、广义货币（M2）为时间序列，选取自然对数变换数列为 LNCPI、LNCE、LNM0、LNM1、LNM2。

3. ADF 单位根检验

进行协整检验和 Granger 因果检验要求时间序列具有相同的单整阶数，首先对这些序列进行单位根检验。利用 Eviews 软件对数据检验后得到下表：

检验项目	一阶差分的 ADF 检验	
	最显著 t 值	滞后期
cpi	-2.094785401 **	1
M0	-6.18681129 ***	1
M1	-5.70925015 ***	1
M2	-6.154799749 ***	1

注：* 表示 5% 显著性水平临界值，** 表示 1% 显著性水平临界值。

根据表中 ADF 的检验来看，所有变量的最大滞后期均为 1 期，如果继续对这 4 个序列的一阶差分进行单位根检验，可以发现这 6 个变量都是差分平稳的。

4. 模型结论

根据以上条件，我们可以得到关于 CPI 的一阶滞后差分回归方程的各项系数及检验数据：

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.059252	0.1474677	0.401793435	0.69232
D (M0)	8.50794	6.2789842	3.354989879	0.091313
D [M0 (-1)]	-4.1018	8.3408299	-0.49177368	0.628513
D (M1)	-0.71931	2.8434438	-0.2529708	0.803008
D [M1 (-1)]	2.24189	3.1898721	-4.70281529	0.090693
D (M2)	0.612896	1.0247504	0.598092797	0.556841
D [M2 (-1)]	1.036855	0.6800162	0.524750238	0.183795
R-Squared	0.260312	Mean dependent var		0.086363
Adjusted R-Squared	0.026726	S. D. dependent var		0.182776
S. E. of Regression	0.180317	Akaike info criterion		-0.3634
Sum Squared Resid	0.617769	Schwarz criterion		-0.02468
Log Likelihood	11.72419	Hannan-Quinn criter.		-0.26586
F-Statistic	1.114415	Durbin-Watson stat		2.265653
Prob (F-Statistic)	0.390678			

从检验数据看，在 10% 显著性水平下，通过检验的当期流通中现金（M0）的差分变量以及滞后 1 期的狭义货币（M1）与 CPI 呈正相关，说明这两者是造成 CPI 增长的重要因素，因而央行通过调整货币供应量以抑制通货膨胀率及通货膨胀预期有着重要的意义。但是从回归总体上看，拟合度较低，整体显著性不明显，说明影响

CPI 的因素远远不止货币层面,因而仅通过货币政策,而非配以其他的例如财政政策等的宏观调控手段来应对通货膨胀的预期,效果值得怀疑。

5. 结论

在实施适度宽松的货币政策的实践中,货币供应量的大幅增长,有力地推动了实体经济的发展和复苏,但对于治理通货膨胀预期有效性微弱。

三、影响我国货币政策有效性的原因分析

影响当前货币政策有效性的主要原因包括:货币政策制定和传导的核心部门——中央银行的行为;与货币政策的传导和有效性的实现直接相关的金融体系的配合以及使货币政策的有效性得以实现的财政政策与公众预期的情况。造成这轮通货膨胀预期下货币政策有效性削弱的原因还是比较多的,主要集中在央行对货币供应量的控制能力不够,商业银行流动性过剩以及货币政策时滞过长,汇率政策也一定程度地加深了央行对货币供应量控制能力不足的现实,金融生态的不完善以及各金融主体的沟通不全面又深化了货币政策有效性的削弱。另外,财政政策的配合和公众的预期也是需要考虑的因素。

四、提高通胀预期下我国货币政策有效性的举措建议

第一,为实现保增长、调结构的目标,建议货币政策保持连续性,避免导致信贷规模大起大落。继续落实适度宽松的货币政策,保持政策的连续性和稳定性,进一步理顺货币政策传导机制。同时要处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系,巩固和增强经济回升向好势头。

第二,高度关注资产价格变动,在制定货币政策时,应当预测资产价格变动趋势,前瞻性地将资产价格变动因素考虑进去。

第三,我国金融市场还没有高度市场化,居民消费对利率变化不敏感,建议以数量型工具为主,价格型工具为辅,保持存贷款基准利率基本稳定,并且通过公开市场操作、窗口指导等方式进行微调。重点运用公开市场操作工具,灵活调节资金供求,适度加大资金回笼的力度,在保证总体流动性充足的同时引导银行合理进行信贷投放。

第四,密切跟踪宏观经济走势和产业结构调整趋势,科学把握信贷节奏,加强风险管理的制度和机制建设,落实国家各项宏观调控和产业政策,在支持国家经济发展的同时,继续保持银行业的稳健运行。

第五,正确引导公众对于通胀的预期。首先,对于货币政策工具的使用,要让大家清楚应该使用哪些工具,理解这些工具运作之后会有怎样的影响;其次,央行需要大大加强与公众的沟通,该解释的地方要解释清楚,绝不回避,如有理解上的偏差也要有很好的解释。

第六,加快利率市场化,使货币市场、资本市场形成一个有机的整体,使资金能够在二者之间自由流动,促使市场均衡利率的形成,并使市场均衡利率与资产价格形成经济学原理上的正确关系。从而能够有效地提高央行对货币供应量的控制能力,缩短货币政策时滞,疏通货币政策传导途径中的壁垒,增强货币政策的有效性。

参考文献

- [1] 于立敏,戚晓耀.我国货币政策的有效性分析[J].科技信息,2007.
- [2] 崔建军.中国货币政策有效性问题研究[M].北京:中国金融出版社,2006.
- [3] 楚耳鸣.中国货币政策传导系统有效性的实证研究[M].北京:中国经济出版社,2008.
- [4] 洪雪飞.通货膨胀下的财政货币政策有效性研究——基于印度的实证研究[J].经济研究导刊,2007(1).
- [5] 黄达.货币银行学[M].北京:中国人民大学出版社,1999.
- [6] 李炳林,朱小会.我国货币政策的有效性时滞问题探微[J].当代学术,2007(4).
- [7] 赵玉娟.人民币汇率变动、通货膨胀与货币政策有效性——M-F模型在我国的适应性调整及应用[J].上海经济研究,2007(5).
- [8] 冯学敏,何雁明.银行流动性过剩的现状、成因及对货币政策有效性的影响[J].海南金融,2007(1).
- [9] 袁仕陈.我国货币政策有效性分析——基于非一致性预期的分析视角[J].内蒙古社会科学(汉文版),2007(1).

从生产要素现状看我国的农村体制改革

刘海波

● 摘要

改革开放的30多年以来,我国的社会平均生产力得到了显著的提高,人民的物质文化生活也得到了明显的改善。与此同时,“三农”问题也变得日益严重。如何推进农村体制的改革,提高农民的经济福利,让农民过上更好的日子,是关系到国计民生的大事,更是国家长治久安和繁荣富强的根本。

 **关键词** 生产要素 改革 “三农”问题 合作社

一、新中国成立后我国实行过的三种土地制度

在半殖民地半封建的旧中国,实行的是封建土地制度。占农村人口不到10%的地主、富农拥有70%~80%的土地,而占农村人口90%的贫农、雇农和中农,却只占有20%~30%的土地。这种封建土地制度严重阻碍了农村生产力的发展和提高。

新中国成立后,围绕农村土地归谁所有和由谁经营这两个问题,我国实行过三种土地制度:

一是土地改革后的农民所有、家庭经营的制度。1950年6月30日,中央人民政府根据新中国成立后的新情况,颁布了《中华人民共和国土地改革法》,废除了地主阶级封建剥削的土地所有制。《土地改革法》颁布之后,在3.1亿人口的新解放区分期分批地,有计划、有领导、有秩序地开展了土改运动。近3亿的无地少地农民,分到了7亿亩土地和大量的农具、牲畜和房屋,还免除了每年向地主缴纳约350亿千克粮食的地租。几千年来,中国的农民第一次真正地拥有了可以安身立命的生产资料和生活资料。土改后农民的劳动热情得到了极大的提高,农村的生产力得到了极大的解放和提高。有关土地改革的大量史料显示,在新中国成立前就实行土改的老解放区,在新中国成立初期就出现了贫农数量逐渐缩减、中农数量逐渐增加的“农村中农化”现象。可以说在当时农村生产力较低的情况下,农民的劳动热情既得到了充分发挥,也得到了相对合理的组织和有效使用。

二是农业合作化后的土地集体所有、集体经营的制度。可以说始于1958年的、以人民公社制度为标志的土地集体所有、集体经营制度是一场悲剧。这种“干好干坏一个样,干与不干一个样”的大锅饭制度使农民的劳动热情受到了严重的打击,更不要说合理组织和有效使用了。十一届三中全会以前,全国的农村呈现出了一幅惨淡、萧条的局面。

三是改革开放后的集体所有、家庭经营的制度。1978年12月18~22日,中国共产党第十一届中央委员会第三次全体会议在北京举行,我国走上了改革开放的道路。在农村实行了以“家庭联产承包责任制”为基础的农村体制改革。“家庭联产承包责任制”的农村体制改革改变了农民不真正出力干活的状况,却又播下了农民不愿意经营土地的种子。1982年1月1日,中共中央发出第一个“一号文件”,对迅速推开的农村体制改革进行了总结,并对当年和此后一个时期的农村改革、农业发展、农民收入问题作了具体部署,首次高层次、高视角地提出“三农”问题,即农业、农村、农民问题。

改革开放30多年来,我国的社会平均生产力得到了显著的提高,人民的物质文化生活也得到了明显的改善。与此同时,“三农”问题也变得日益严重。如何推进农村体制的改革,提高农民的经济福利,让农民过上更好的日子,是关系到国计民生的大事,更是国家长治久安和繁荣富强的根本。

二、现阶段农村生产关系对生产力提高的制约

从目前我国农村的现实情况来看,一方面,农民有着很高的劳动热情;另一方面,农民的劳动热情没有得到充分发挥,也没有得到合理组织和有效使用。怎样才能更好地推动农村体制改革,改善农村生产关系,使之

更好地适合农村生产力的发展和提高呢？这就需要我们首先认清和了解农村的现实问题，然后对症下药。目前制约农村生产力进一步提高的最大问题有两点：

（一）交易条件恶化

改革开放 30 多年来，城市的生产效率得到了显著的提高，而农村的生产效率几乎没有什么变化。比如，30 年前，一个农民一年可以生产 100 包米，而一个工人可以生产 1 辆脚踏车。当时用 10 包米就可以换 1 辆脚踏车，所以当时农民的生活相对还是比较富裕的，因为还剩下 90 包米可供他消费。而经过 30 年的发展，工业部门的附加价值不断上升，以前一个工人可以生产 1 辆脚踏车，现在可以生产 5 辆摩托车，而现在 1 辆摩托车的价格是 90 包米，而农业的生产效率基本没什么变化，农业的附加价值低，现在依然是 100 包米。如果农民拿 90 包米换 1 辆摩托车，那他只剩下了 10 包米，这就是现在农村交易条件恶化的现实，也是农村贫穷的主要原因。

（二）市场调节手段无效

我国是典型的小农经济，土地是短缺要素，资本是稀缺要素，劳动力是过剩要素。

首先，土地是短缺要素。目前，我国可耕地面积为 13004 万公顷，占国土面积的 13.54%，人均可耕地面积只有 0.1 公顷。按照目前 7 亿农业人口计算，每公顷可耕地有约 5.6 个人在耕作。美国与我国国土面积相差不多，可耕地面积为 17900 万公顷。美国的农业人口占总人口的 3%——约 800 万人，平均每公顷可耕地只有 0.045 个人在耕作。也就是说，中国 1 公顷可耕地上的农业人口是美国的 124 倍。由于土地的短缺，一方面先进的生产工具无法使用，如大型的农业机械，致使农业生产效率低下；另一方面，农业单位产出和总产出低下，使农民的生活水平不能持续稳定地提高，只能勉强维持温饱。

其次，资本是稀缺要素。由于农村的生产效率低下，创造剩余价值的能力低下，并且低于社会的平均利润率，致使资本不愿意进入农村，而现代金融制度——农村信用社、农业银行、邮政储蓄等的存在又使得这一事实急速恶化。农民在用 90 包米交换 1 辆摩托车之后只剩下了 10 包米，而这 10 包米也通过农村信用社流向了城市。农村信用社是一个金融企业，资本的赢利能力是它必须要考虑的。由于农业创造剩余价值的能力低于社会平均利润率，这就使得农村信用社不愿意贷款给农民。大量的资金每年数以千亿计的规模通过农村信用社转到城市，结果是资本在农村成为了一种极度稀缺的要素。资金的缺乏一方面影响着农民的生产，比如他无法采用更先进的生产工具和使用更先进的农业技术等，另一方面也影响着农民的生活。资金缺乏的一个表现就是高利贷在农村的盛行。根据中国农业大学农业发展学院教授温铁军的调查研究表明，在农村高利贷的构成中，87% 用于生活，只有 13% 被用于生产。由于这种高利贷不是一般生产性借贷，而是生活性借贷，结果会造成封建性质的人身依附关系，严重地摧毁着农村社会。

再次，劳动力要素过剩。由于我国单位可耕地面积的劳动密集程度高，农业生产效率低，使农民赖以生存的土地却满足不了生产、生活的需要，使农村的生活水平不能得到进一步的提高。大量农村人口涌入城市就是农村人口过剩最集中的体现，民工潮已经成为了我国一道独特的风景线。据统计，2004 年农村进城打工的人口约为 9800 万，随带人口加总约为 1.4 亿。大量农民放弃了他们视做生命的土地，忍受着寂寞、饥饿和屈辱涌入城市，农民的劳动热情已经遭受到了沉重的打击。农民工进城在推动城市建设方面功不可没，但城市对农民工的歧视、排斥也是不争的事实。农民工的收入低下，权益得不到保障，居住环境恶劣，违章搭建，扰乱社会公共秩序等难题已经引发了一系列社会问题。

在农村，劳动力是过剩的，土地是短缺的，资本是极度稀缺的，所以想用市场调节这只“看不见的手”来优化配置劳动、资本和土地三要素是非常困难的，甚至是不可能的。

（三）农村体制改革的出路

那么农村体制改革应该走怎样的路呢？日韩模式是值得借鉴的模式，也就是在小农经济的基础之上搞综合性的农业合作社，包括金融合作、保险合作、购销合作、加工合作等多种形式、多种经营的合作。组织农业合作社，由国家给农业合作社以特殊政策，政府给予农村合作社大量资金和政策上的扶持，同时政府放开有赢利条件的涉农领域，如生产资料的供应，农产品的储运、加工和销售，农业金融、保险等，允许农民组成合作社进入这些有收益的领域，并给予特殊的政策优惠措施，搞综合性的农业合作社。比如，日本和韩国的综合农协通过给农民以特殊的优惠，政府通过资金上的扶持并给予免税待遇。农民通过组成合作社，在城市开办超市、购销、加工等多种形式的合作经营，用这些领域所产生的收益来反哺农业，才能使农民得到大致均等的社

会平均收入,这样资金才能进得了农业,进得了农村。据温铁军的调查,日本农户有80%的收益得益于此种模式。日韩模式集生产合作、购销合作、信用合作于一体,通过资金互助加强了农民之间的资金联系,真正地实现了农业产业资本和金融资本的结合,从而拓宽了农村经济与金融业的发展。

组织综合性的农业合作社的好处是:一方面农民的劳动热情可以得到相对充分的发挥,另一方面农民的劳动热情也得到了合理组织和有效使用。通过综合性的农业合作社可以有效地提高农业的收益率,提高土地生产效率,缓解农村经济落后交易条件恶化的主因,比如相对集中的土地集中耕作使农民得以使用更为先进的生产工具。而农业收益率的提高,又使得资金进入农村的可能性增加。资金的融通又可以使农民有条件购买更为先进的生产工具,采用更为先进的生产技术等。通过组织综合性的农业合作社,既在相对短缺的土地上分散了过剩的劳动力,提高了农业的收益率,改善了农村交易条件恶化的事实,又通过综合性农业合作社产生的收益对农业的反哺,使农业产生大致平均的社会平均利润率,为资金进入农村、进入农业创造了条件,解决了农村资金极度稀缺的困难,从而有效地整合了劳动力、土地和资金三要素。

虽然,日韩的小农经济模式不可能解决我国所有的“三农”问题,但至少在目前我国农村交易条件恶化、市场调节手段无效的情况下,可以更有效地缓解“三农”问题,是值得借鉴的模式。

参考文献

- [1] 郎咸平.农村金融出路何在[J/OL].财经郎闲评.2006-03-30.
- [2] 温铁军.重视发展农村合作组织[EB/OL].温铁军博客.

股票期权理论在上市公司中的激励作用

刘景南

摘 要

长期以来,我国上市公司经理人的报酬激励更注重当期业绩激励,报酬结构主要是工资加奖金,这一方式的基本缺陷是经理人的长期激励不足,容易导致经理人在履行契约的过程中,出现在职期间行为短期化问题。按照股票期权制的运作机理,经理人若想执行股票期权的获得收益,其必要条件是企业经营业绩优良,股价不断上涨。只有努力改善公司经营管理,使公司资产不断增值、赢利能力不断增强,才能够推动股票市场价格不断提高。

 **关键词** 股票期权的理论基础 实施股票期权的意义 问题和障碍 前景和走向

股票期权交易出现于20世纪20年代的美国,当时美国等西方发达国家的企业开始应用股票期权,并把面向任意投资者的可转让的期权合约,改变成公司内部制定的面向特定人的不可转让的期权。1952年,一家叫菲泽尔的公司,为了避免公司主管们的薪金被高额的所得税率“吃掉”,在雇员中推出了世界第一个股票期权计划。而标准的股票期权合约于1973年由芝加哥期权交易所推出并正式挂牌交易。到20世纪90年代,股票期权作为企业一项新的金融创新,已在美国大多数上市公司得到成功实践和推广。据悉,在美国纳斯达克上市的企业中,90%以上的公司都推行了股票期权计划。

一、什么是股票期权理论

股票期权是指买卖双方按约定的价格、在特定的时间内买进或卖出一定数量的某种股票的权利。股票期权是公司所有者赋予经营管理人员的一种特权,购买价格是一种优惠或锁定价,它是一种未来概念,只有经企业经营者若干年努力,使企业得到发展,每股净资产提高,股票市价上涨后期权价值才能真正体现出来,从而使企业经营者的个人收益与企业经营状况高度相关,有利于激励经营者对企业的责任心。另外,期权拥有者只有等企业股票价格上涨到一定程度后行使这种权利才有意义,因而股票期权制度也成为一些企业留住人才的一种措施。

股票期权具有如下几个显著特征:

第一,同普通的期权一样,股票期权也是一种权利,而不是义务,经营者可以根据具体情况决定购不购买公司的股票;

第二,这种权利是公司无偿赠送给它的经营者的,也就是说,经营者在受聘期内按协议获得这一权利,而这种权利本身也就意味着一种“内在价值”,期权的内在价值表现为它的“期权价”;

第三,虽然股票期权和权利是公司无偿赠送的,但是与这种权利相关的公司股票却不是如此,即股票是要经营者用钱去购买的。

二、实施股票期权的意义

(一) 股票期权制可以有效解决经理人长期激励不足问题

长期以来,我国上市公司经理人的报酬激励更注重当期业绩激励,报酬结构主要是工资加奖金,这一方式的基本缺陷是经理人的长期激励不足,容易导致经理人在履行契约的过程中,出现在职期间行为短期化问题。

(二) 股票期权对经理人而言具有所有权激励功能

按照公司经理人持股激励的一般性分析,经理人在拥有公司的股票期权后,便成为公司的准股东,具有双

重身份。这样一来,可以有效地解决委托人(股东)与代理人(经理人)之间目标不一致的问题,防范道德风险的发生。

(三) 股票期权制有利于上市公司降低委托—代理成本

通过股票期权,将经理人的报酬与公司的长期发展业绩或某一长期财务指标紧密联系在一起,所有者就无须密切注视经理人是否努力工作,是否将资金投入到的有益的项目,是否存在追求自身利益最大化而损害股东利益,从而有效降低公司的委托—代理成本。

(四) 股票期权制可以低成本不断吸引并稳定吸引人才

在经理人报酬结构中,股权报酬比现金报酬的激励效果更加明显。经理人被认为是社会的稀缺资源,企业委托人要使用这一资源必须支付高额成本。而高额的工资与奖金,对企业而言是一笔不小的费用。相比之下,股票期权激励方式避免了现金报酬激励的弊端。由于企业支付给经理人的仅仅是一个期权,是一种不确定的未来收入,是将未来预期的财富以期权的方式转移到经理人手,在期权执行过程中,企业始终没有现金流出,而且随经理人期权的行使,公司的资本金会相应增加。

三、如何有效实施和完善股票期权

(一) 结合不同主体的情况推行股票期权制度

在众多的企业中,上市公司是最有条件进行股票期权试点的企业,可流通的股票和市场化的价格,使其在股票期权的定价、股票的出售等方面拥有得天独厚的优势。在股票来源方面,拟上市的企业可向有关部门申请事先留出部分股票,作为将来期权计划的股票来源;已上市企业可采取增发新股,从二级市场回购股票(尚待有法律配合)和将国有股或法人股的一部分经批准上市流通,积累部分股票用于股票期权激励。

高科技企业是推动股票期权发展的重要力量,大力发展高新技术产业,是我国实施科教兴国战略的重要组成部分,是我国下一阶段经济发展的原动力。因此,应当结合引入风险投资,在高科技企业中大力推广股票期权制度,以求利用其巨大的激励作用促进高新技术产业的发展。在此过程中,应当积极鼓励高科技企业在科技板(创业板)市场上市,这不但提升了对风险投资的吸引力,同时也为实施股票期权计划创造了良好的条件。相对于一般上市公司,高科技企业的股票期权计划条件可以更优惠一些,期权数量也可以大一些,以加大其激励力度,达到稳定人才、促进企业长期发展的目的。

(二) 积极推进股票期权制度的配套改革

股票期权制度是与公司法、证券法以及税法等相关法律配套的一项制度,具有很强的专业性、规范性,同时也需要能够使其发挥作用的市场环境。因此,在我国推行股票期权制度必须与相关的配套改革结合起来,主要包括:

1. 国有企业人事制度改革和产权制度改革

国有企业人事制度的典型特点是,企业完全在领导一人的控制之下,决策过程简单、缺乏科学性,缺少良好的责任机制。在这种缺乏风险机制和责任机制的人事管理体制下,即使授予经营管理人员股票期权,由于期权收益仍然不是无风险收入,企业领导究竟有多大的积极性参与进来,值得怀疑。此外,长期以来国有企业产权主体缺位,究竟由谁来真正地行使国有资产股东权力,成为理论上清楚、实践中模糊的一个问题。

2. 证券、税收法律法规的适当调整

在加快制定相关法律规范的同时,现行的法律规范也应作出适当的调整,如《公司法》中有关股份回购方面的规定、有关公司高层管理人员持股比例和股份转让的规定、股票期权财务会计处理方面的规定等,以便为上市公司股票期权试点创造条件。

3. 建立合理的经营者绩效评价体系

股票期权设立的理论依据是将经营者个人收入与其经营绩效联系起来,以达到激励目的。在我国,目前证券市场发展还很不规范,公司股价尚不能完全反映公司价值和经营业绩,因此必须将股票期权的授予与对经营者的考评结合起来。

四、透视股票期权对上市公司激励作用的前景和走向

作为一种长期、灵活、极富创意的激励机制，股票期权曾经缔造了微软帝国和硅谷的奇迹，但它和其他的激励机制一样，也存在着弊端。因此，微软等国际大公司现在已经放弃了股票期权。但是这并不表明该制度已不适合现代企业的激励要求，而是从一个侧面反映出，企业对股票期权应该有正确的认识，选择激励机制应该适时而动，顺势而为。

2003年7月8日，微软宣布将结束长期以来实行的向员工发放期权的制度，开始发放限制性股票，并称新的报酬计划将从9月开始实施，列入本财年的成本。虽然股票期权为微软帝国的辉煌立下过汗马功劳，但微软最终还是选择了放弃，难道股票期权到了该“寿终正寝”的时候了吗？

微软放弃股票期权并不表明股票期权不符合现代企业激励机制要求。企业是否选择股票期权作为其激励员工的机制，主要取决于企业的发展阶段以及当时股市环境的好坏。

近年来，微软股价由过去的每股100多美元下跌到目前的20多美元。据有关数据显示，2000年微软员工所持有的股票期权市值高达163亿美元，但到了2002年，纳斯达克IT板块股价崩盘的日子里，其市值蒸发了70%，仅达到50亿美元。在这种情况下，许多新近加入微软的员工所持期权的执行价格远远高于微软现行市价，期权将因此变得一文不值，如果继续执行股票期权制度的话，不仅对调动员工的积极性极为不利，而且也容易导致一些业务骨干跳槽和员工士气低落。可以说，股市低迷是微软转变企业激励机制的最主要原因。

基于以上两方面原因，微软最终与股票期权分道扬镳，选择了激励作用更强的限制性股票。据此，有业内人士认为，微软停止股票期权的做法意味着它已经完成了由创业公司向成熟企业的转变，同时对其他高科技企业探索激励机制具有积极的借鉴意义。

从该观点不难看出，股票期权在高速发展的企业中可以显示出巨大的激励价值，而对于那些发展相对减缓的高科技企业的激励作用正日益减弱，一家企业选择股票期权或者放弃股票期权，最终决定因素主要在于股市环境是否改善以及企业自身处于何种发展阶段。也就是说，微软放弃股票期权并不意味着股票期权对企业的激励作用已被否定，也并不意味着股票期权就此终结，因为全球仍有许多尚未形成赢利能力的新公司依然需要股票期权来支撑其成长。

参考文献

- [1] 张志强. 期权理论与公司理财 [M]. 北京: 华夏出版社, 2000.
- [2] 黄本要, 唐登山. 企业融资风险的期权控制策略 [J]. 武汉理工大学学报 (社科版), 2002 (4).
- [3] 周首华, 杨济华. 当代西方财务管理 [M]. 大连: 东北财经大学出版社, 1998.
- [4] 陈兴珠. 组织行为学: 工作中的人类行为 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2001.
- [5] 崔正南. 激励机制与管理层持股 [M]. 北京: 中国经济出版社, 1999.
- [6] 赵振宇, 田立廷. 激励论: 发掘人力资源的动力 [M]. 北京: 华夏出版社, 2002.
- [7] 英姿, 徐胜利. 期权 [M]. 北京: 北京工业大学出版社, 2003.

内地创业板与主要亚太国家和地区创业板上市条件比较

石 乔

摘 要

将内地创业板的管理制度与主要亚太国家和地区的创业板管理制度进行比较,探讨制度的合理性和适用性。

 **关键词** 创业板 资本市场 股票 上市公司

1999年11月15日,香港联合交易所有限公司在酝酿逾十年后正式推出了香港创业板,为香港资本市场注入了新的活力,也拓宽了香港中小企业的融资渠道。但在其后的发展历程中,香港创业板历经高科技股泡沫泛滥和破灭、优质公司纷纷转投主板市场等风云变幻,2008年更是受累于全球金融危机的影响,截至2009年2月总市值仅剩458亿港元,年新增上市公司数量更降至两家。造成这些问题的原因较多,而其中一个观点是认为香港创业板准入条件宽松,使部分素质不佳的企业也有机会上市融资,增大了市场风险。中国证监会制定的《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》)于2009年5月1日起实施,内地创业板也已经推出,到目前为止的运行情况也可以说是风起云涌、精彩纷呈。内地资本市场与主要亚太国家和地区的资本市场联系紧密,面临诸多类似的状况,应参考主要亚太国家和地区的创业板市场制度设计,以便更好地保证内地创业板市场的健康可持续发展,更有效地发挥该市场对中小企业的扶持作用。

第一,上市公司的赢利及财务条件。日本创业板、新加坡创业板以及中国香港创业板均未作出硬性规定。中国台湾创业板的要求为:最近年度税前收益必须达到400万新台币,税前收益相当于逾4%的实缴资本,而且最近年度不存在累积亏损;或最近两年的每年营运溢利及税前收益均相当于逾3%的实缴资本;或最近两年平均计算的营运溢利及税前收益均超逾3%,而最近年度的赢利较之前一年为佳;科技及政府企业获豁免。韩国创业板将公司区分为创业公司和非创业公司进行规定,其要求为:对于创业公司而言,最近一年的普通收益须为正数,股本回报率至少5%;对于股本达100亿韩元或以上并具备500亿韩元或以上资产的非创业公司没有规定;对于其他非创业公司,要求最近一年的普通收益须为正数,股本回报率至少达到10%。在较为严格的准入条件下,韩国还是在政策上留有余地:刚成立而被认定具有发展潜力的公司可以不受该条件限制。关于内地创业板,《暂行办法》的规定为:“最近两年连续盈利,最近两年净利润累计不少于1000万元,且持续增长;或者最近一年盈利,且净利润不少于500万元,最近一年营业收入不少于5000万元,最近两年营业收入增长率均不低于30%。净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据。”该项要求甚至高于纳斯达克75万美元的净利润要求,也是亚太主要国家和地区中对创业板公司赢利要求最高的,对拟通过创业板融资的上市公司设置了较高的门槛。这一做法凸显出管理层的审慎监管考虑。创业板市场的要求应当较主板市场宽松,以利于中小企业的参与;但创业板市场又具有较高风险,存在较大的不确定性。在目前的内地市场上,投资者成熟度不高,必须加强对创业板上市公司的规范。

第二,营运记录。中国香港创业板要求最少有24个月的活跃业务记录(在营业额、资产总值、市值及公众持股量方面符合若干定量规定的情况下,活跃业务记录要求有可能减少至12个月)。中国台湾创业板要求相同,但科技企业及政府企业可以豁免。韩国创业板对于创业公司以及股本达100亿韩元或以上并具备500亿韩元或以上资产的非创业公司没有限制,对于其他非创业公司则要求具有三年的营运记录。日本创业板和新加坡创业板无硬性规定,只要求提交相关的能够证明公司发展潜力和资金需要的证明。我国内地创业板《暂行办法》则规定:“发行人是依法设立且持续经营三年以上的股份有限公司。有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的,持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算。”其中对持续经营时间的要求与对内地主板市场上市公司的要求相同,表明在内地创业板上市的公司首先需要维持更长的初始经营期间,也隐含了总体上对公司内部制度、运营状况等更高的要求。在内地股市成熟度较低、股民风险承受能力不高的情况下,这对于进一步保证上市公司质量、降低创业板市场的风险性也具有较大意义。

第三,公司市值/股本。中国香港创业板要求上市公司市值至少达4600万港元,或对于只有12个月活跃业务记录的公司则要求其市值至少达5亿港元。中国台湾创业板要求公司实缴资本至少达到5000万新台币,科技企业及政府企业可获豁免。韩国创业板要求创业公司实缴资本至少达5亿韩元,股本达100亿韩元或以上并具备500亿韩元或以上资产的非创业公司不受限制,其他非创业公司实缴资本则必须至少达10亿韩元。在这一规定中,韩国创业板同样留下政策空间:刚成立而被认定具有发展潜力的创业公司可以不受该条件束缚。日本创业板要求公司市值至少达10亿日元。新加坡创业板在此方面没有规定。我国内地创业板《暂行办法》要求公司的最近一期末净资产不少于2000万元,不存在未弥补亏损,发行后股本总额不少于3000万元。由此可见,在公司规模方面,内地创业板监管机构主要考虑的是公司的成长性,并未对公司的现有市值提出太高要求。在这一点上的指导思想类似于西方国家的“宽上市、严监管”政策,给予规模有限的中小企业更多融资机会,鼓励和扶持中小企业的发展。这与目前政府鼓励发展民营企业的政策思路也是一脉相承的,符合创业板设立的初衷。

第四,公开招股。中国香港创业板不要求强制包销,但对于只具备12个月活跃业务记录的公司,则其招股价必须 ≥ 1 港元。中国台湾创业板则要求推荐证券商必须包销不少于10%的实缴资本,并且股数必须不少于100万股,如果10%的股数超过1000万股,则要求至少包销1000万股。韩国创业板在这方面未作要求。日本创业板要求至少公开发售1000个交易单位,其中包括新发行的股份至少500个单位(交易单位介乎1~1000股不等,根据股价而定)。新加坡创业板跟韩国创业板一样,在这方面没有要求。我国内地创业板对此也没有作出要求。考虑到我国内地有虽不成熟却已然庞大的资本市场,管理层对此未作规定也属情理之中。

第五,最低公众持股数量。中国香港创业板的要求分为两个层次:对于上市时市值不超过40亿港元的公司,最低公众持股数量为25%;对于上市时市值超过40亿港元的公司,最低公众持股数量为10亿港元或20%,以较高者为准。中国台湾创业板对此没有作出要求。韩国创业板要求占到已发行股份总数的30%或以上,如果最低公众持股数量能够达到100万~500万股,则只需占到已发行股份总数的10%即可。日本创业板对此没有要求。新加坡创业板则要求至少为50万股,或必须占到已发行股数的15%,以较高者为准。我国内地创业板没有对最低公众持股数量作出要求,内地的公司可以从市场的角度出发,更灵活地安排公开发行的股票数量。这对于创业板的发展应该说还是有利的。随着创业板的不断成长,这方面的政策也有可能出台,进一步对股票发行作出规范。

综上所述,此次我国内地创业板制度中设计的准入条件较之于其他亚洲主要国家或地区的创业板制度要更为严格。无论是财务指标、营运记录或是公司规模方面,内地创业板都可以说是在努力向主板看齐。并且,根据内地对于市场监管一贯的严格作风,在软性条件和监管层自由裁量的各方面虽无明文要求,但在实际审批过程中,必然是先严格监管再慢慢放开。这样的做法对于创业板市场的健康发展能起到积极作用。证监会市场监管部领导在接受中央电视台采访时曾提到,内地创业板借鉴海外的经验,主要是把握好两个准入:一个是上市企业的准入,对此应设置一个比较高的门槛;另一个是投资者的准入,就是作好投资者风险教育,并且在投资者介入创业板市场的时候考虑设立一定的交易门槛,由此从两个角度共同防范风险。对于上市企业的准入条件严格把关,体现了监管机构为资本市场保驾护航的心态,也挤掉了不少泡沫,使创业板上的企业更接近于不怕火炼的真金。从目前情况来看,全球金融市场受到重创且金融危机的后果还将长期存在,而创业板依然受到投资者追捧,这表明创业板的严格准入制度有其合理性,更适合中国的国情。但创业板毕竟是主要提供给中小企业的融资平台,过于严格的准入制度势必影响创业板作为孵化器的效果,不符合设立创业板的初衷,与创业板本身的性质也有所背离。等管理层积累了一定的市场数据和监管经验后,应该会对创业板的规定作出相关调整,更好地发挥创业板的融资效果。对于投资者的准入条件则是两年以上的投资股票年限,这不能说是非常严苛的要求,只是一个缓冲器,能够在一定程度上防止涉“市”未深的股民失足深陷,今后随着市场的日趋完善,或许也会作出相关的修正,能够让更多的资金参与到资本市场中。

参考文献

- [1] 海通证券. 创业板国际比较研究 [R]. 2009.
- [2] 丰盛资本国际有限公司. 香港及各国创业板之比较 [R]. 2006.
- [3] 中国证券监督管理委员会. 首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法 [S]. 2009.