

国有股流通

GUO YOU GU LIU TONG

◆ 郭洪涛 著 ◆

华南理工大学出版社

国 有 股 流 通

郭洪涛 著

华南理工大学出版社

• 广州 •

内 容 简 介

本书是研究我国股权结构与股权流动性变革问题的专著。全书研究了我国股权结构的形成、发展和演变过程,通过比较各国股权结构的不同模式,分析了影响股权结构的因素,陈述了金融自由化对国有股问题的影响。最后,作者运用数理分析工具,通过严密论证,认为非流通股过渡流通制度能够很好地满足解决国有股流通所应达到的多方面政策目标和要求。

图书在版编目(CIP)数据

国有股流通/郭洪涛著. —广州:华南理工大学出版社, 2008. 6
ISBN 978-7-5623-2824-7

I. 国… II. 郭… III. 国有企业—股票—证券市场—研究—中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 077205 号

总 发 行: 华南理工大学出版社 (广州五山华南理工大学 17 号楼, 邮编 510640)

营销部电话: 020-87113487 87110964 87111048 (传真)

E-mail: z2cb@scut.edu.cn

http://www.scutpress.com.cn

责任编辑: 庄 严

印 刷 者: 广州市穗彩彩印厂

开 本: 787mm×960mm 1/16 印张: 10 字数: 225 千

版 次: 2008 年 6 月第 1 版 2008 年 6 月第 1 次印刷

印 数: 1~1500 册

定 价: 20.00 元

版权所有 盗版必究

前言

本书研究我国的股权结构与股权流动性变革问题。全书首先从股份公司的产生、发展史和企业理论角度,研究了股权结构的形成、发展和演化过程,比较了各国股权结构的不同模式,分析了影响股权结构的因素;然后从我国国有企业改革和股份制发展的历史过程,分析了我国股权结构的形成与特点,剖析了其存在的弊端,进一步回顾了我国对股权流动性变革所作的努力,分析了遇到的障碍,提出了解决该问题的一般原则;接着,从金融抑制到金融自由化变革的角度,分析了金融自由化对国有股问题的影响,认为金融自由化是国有股的估值变化的根本原因,套利机制给 A 股带来了压力,造成了股民损失,政府应对国有股的流动性实行金融约束,建立过渡流通制度。随后,运用流动性理论、随机微分方程、VaR 技术,从多方位进行数理分析,研究结果均表明非流通股过渡到流通制度,能够较好地满足解决国有股流通所应达到的多方面政策目标和要求。

绪论对全书的研究背景和意义、已有研究成果、全文的结构和内容、研究视角与方法,以及创新与不足作了概括性描述。各章的内容安排如下:

第一章回顾了股份制这种企业组织形态的历史起源与演化过程,并认为在我国转轨过程中,存在经济体制不健全、法制不完善等情况,解决非流通股问题的制度设计应当体现让大股东承担更大的转轨责任,保护小股东利益的原则。

第二章讨论了股权结构与公司治理之间的关系,股权结构所决定的内外部治理机制,并分析了我国二元股权结构与股权过度集中于非流通股的特点。指出了非流通股减持对改善股权结构素质的核心作用,并认为应考虑建立相应制度约束,以防止减持后非国有大股东在证券市场上的操纵行为。

第三章分析了西方国家股权结构的主要模式与演进趋势。股权结构模式受外部环境影响很大,因此在股权结构变革设计时,应适当考虑我国的过渡经济性质,增加一些激励与约束机制设计,形成一种适应过渡经济与转轨经

济特点、具有过渡作用的股权结构，以促进经济体系与制度的平稳过渡。

第四章回顾了我国国有企业改革与股份制发展的历史，分析了我国股权结构存在的弊端，指出流动性变革必须在政府的集中统一领导与监管下，在统一的大原则与制度框架下，渐进、稳步地推进，而不能放任各个上市公司在强势集团的利益驱使下，做出损害中小股东利益的“市场创新”，否则强大的市场套利力量可能会引发股市危机。

第五章回顾了我国对股权流动性变革所作的努力，分析了遇到的障碍，记述了这些挫折所造成的巨大损失与危害，对三个典型的股权流动性分裂解决方案进行了分析，提出了解决该问题的一般原则和应达到的目标与要求。

第六章从金融抑制与金融自由化的角度，分析了我国由抑制到自由化的宏观金融环境的变化，对国有股问题的影响。认为宏观金融环境的变化是国有股的估值变化的根本原因，金融自由化带来的套利机制给 A 股带来了压力，是造成股民损失的主因，国有股减持只具有信号作用。认为不应该通过对价送股方案解决国有股流通问题。政府应对国有股的流动性实行金融约束，建立过渡流通制度。

第七章利用流动性风险理论，分析了流通权受限制类股票的流动性折价的产生原理。认为流动性风险是国有股流通问题的本质，递进流通逐步并轨制度顺应了其原本的非流通性，从而缓解非流通股转流通对 A 股市场的冲击。

第八章利用金融经济学的前沿理论的倒向随机微分方程理论，分析了国有股过渡流通市场所承受的风险，以及该风险下的理论价格；分析了国有股过渡流通市场与现有流通股市场，是如何达到全市场的风险与收益匹配的两分市场一般均衡关系的过程，以及两个市场逐步并轨的市场走势。

第九章利用 VaR 技术分析了过渡流通股与现有流通股之间的动态流动性价差，指出解决流通股定价问题，不可能通过当前从静态角度研究的流动性溢价理论人为定价解决，只能是在过渡流通股市场中逐步赋权、动态地实现并轨。

因作者水平所限，不妥之处，敬请读者指正。

郭洪涛

2008 年 4 月

目 录

绪 论	1
第一章 企业组织史与企业理论中的股权结构	9
企业组织形式的历史演变:发展史回顾	9
新古典企业理论与现代企业理论	22
第二章 股权结构与公司治理	27
公司治理的涵义	27
公司治理的内部机制和外部机制	29
股权与股权结构	33
股权结构对公司治理机制的影响	38
第三章 股权结构的主要模式与影响因素	45
各国股权结构的主要模式	45
市场经济国家上市公司股权结构发展趋势	52
我国股权结构问题在股票市场上的反映	54
第四章 我国上市公司股权结构问题研究	58
我国国有企业改革与股份制发展的历史回顾	58
我国上市公司股权结构的形成	61
我国上市公司目前的股权结构及其特点	64
股权流动性分裂及其弊端	69
第五章 股权流动性变革的探索	73
政府在国有股减持与流通中所作的努力	73
非流通股问题解决方案的比较	78
对非流通股流动性的契约修改应当符合多方位要求	85
第六章 股权流动性的金融抑制与宏观契约修改	91
金融抑制理论与我国的金融抑制现象	91
低利率政策下的股权资产与债权资产的一般均衡关系	97
金融自由化的套利机制促使 A 股持续下跌	101
股票流动性的自由化是金融契约的修改	106
国有股过渡流通市场设想	108

第七章 股权流动性的风险与价值分析	111
流动性风险理论	111
流动性理论对我国非流通股流通问题的理论意义	118
第八章 倒向随机微分方程理论对过渡流通制度的研究	126
倒向随机微分方程理论及其在金融领域的应用	126
倒向微分方程理论对过渡流通股风险与价格的分析	127
第九章 VaR 技术对过渡流通制度的研究	137
VaR 技术原理	137
VaR 技术对非流通股过渡流通方案的分析	139
全文结论	147
参考文献	150

绪 论

一、研究的背景和意义

我国资本市场目前缺乏正常的预期机制，制度的不确定性使投资者对未来的情景难以把握，因此投资者纷纷采取暂时离场观望的策略。多年来，我国资本市场的结构一直不太合理，虽然，我国在发展资本市场方面采取了很多积极的政策，如 QFII、非流通股向外资转让、佣金的市场化改革、股票质押贷款政策的推行和低利率政策的实施等，但都没能有效地推动资本市场的快速发展。究其原因，是因为我们长期以来在指导思想上把金融领域看作国民经济的“蓄水池”，把资本市场定位为国有经济提供融资的场所，致使我国资本市场配置风险的功能很薄弱，造成资本市场机制处于一种金融浅化状态。而实际上，资本市场的功能是为社会资源配置效率的提高提供一种市场化的机制，配置风险应是其核心的功能。资本市场是现代金融体系的基础，只有发达的资本市场才能为现代金融经济承担分散风险的功能。当前我国股市的股权结构存在的主要缺陷，已严重影响到资本市场乃至整个金融体系的深化与发展，因此，迫切需要进行股权结构的流动性的变革，以逐步形成流动性统一的股权结构模式，为中国资本市场发展奠定一个良好的制度基础。

我国资本市场在变革的呼声艰难地向前推进，国内国际社会高度关注我国资本市场，都对它寄予厚望。我国需要发展强大的资本市场。目前股权分置改革正在推进，迫切需要社会各界的积极参与，以使股权分置改革能更妥善地解决。中国社会科学院经济研究所研究员刘小玄说，要想解决国有股转让的死结问题，仅有国资委一个部门的力量是不够的，要解决这一问题，对国有股转让理论要先进行研究，不能老是摸着石头过河，要把理论研究到位，再把其转变成政策，国有股转让才能步入正轨。我国股权结构问题如此严重，已严重影响全体股民的福利，使每一个中国股市的研究者都有责任为此问题的解决贡献力量，为我国资本市场的振兴添砖加瓦。

二、本文主要运用与涉及的经济理论

1. 国外研究成果综述

非流通股问题涉及公司治理、股权结构和控制权理论以及资本市场理论。前者主要研究西方私人股东如何控制公司以达到股东财富最大化的问题，后者主要研究投资者如

何达到投资效用最大化的问题。这些理论都以完整的个人产权为前提与对象。众所周知,国家不是人,而是复合的政经混合体,国有产权是不清晰的,因此这些理论对于研究中国上市公司以国有股为主体的非流通股与股权结构问题,都不具有直接的指导意义,都需要改造与借鉴运用,方才有效。

西方公司治理、股权结构、控制权理论研究可以分为两条线索:一个是股东控制模式,是强调公司内部产权安排的重要性;另一个是市场控制模式,研究外部控制权市场机制对在职经营者的约束。股东控制模式主要集中在三个方面:其一,探讨融资结构的选择与公司绩效的关系。莫迪里阿尼与米勒的融资结构的选择同企业的价值无关的命题(MM定理)。詹森、麦克林证明了不同的融资契约与不同的代理成本相联系,融资结构的选择是为了使总代理成本最小化,在最优点上股权的边际代理成本等于债务的边际代理成本。之后发展出格罗斯曼和哈特的债务担保模型、哈里斯和雷维吾的债务缓和模型、戴蒙德的企业声誉模型以及海什里弗和赛克尔的经营者的声誉模型等。其二,研究控制权、股权结构与公司绩效的关系。这方面的理论研究最早可以追溯到贝利和米恩斯,其后,詹森、麦克林、哈特、施莱弗和维什尼认为,公司的价值取决于公司内部股东所占有的股份比例,所有权的适当集中有利于公司绩效的提高;而德姆赛茨和莱恩的实证研究则得出相反结论,这个领域尚存分歧。其三,研究公司对经营者激励,认为经理的报酬应当与公司股票价格密切相关。

另一条线索是市场控制模式,强调充分竞争的公司控制权市场环境会自动带来公司的有效治理,与所有制关系不大(Martin and parker, 1997)。20世纪60年代,经济学家罗宾·迈瑞斯和法学家汉瑞·迈尼就研究认为:公众公司不会从利润最大化目标上偏离太远,市场力量将阻止经理偏离股东的利益太远。随着20世纪80年代公司接管、收购浪潮的迭起,探讨控制权市场对公司经营者制约的文献大量涌现。法玛(Fama, 1980)认为:如果一个企业被看成一组合约,那么企业的所有制就无所谓了,完善的经理市场可以自动约束经理行为,并解决由所有权和公司控制权的分离而产生的激励问题;哈特(1983)指出产品市场上的竞争是对经理人员的另一种约束机制;詹森和鲁巴克(1983)强调市场对公司的控制作用;马丁和麦康奈尔(1991)发现,接管市场的存在将限制公司总经理忽视利润和所有者回报的行为,从而会约束总经理无限扩张的冲动。

资本市场理论方面,现代微观金融理论又可分成两个发展阶段,20世纪50年代至70年代的模型以对称信息和竞争性市场为基础,可称之为完全合约的金融理论。20世纪80年代至今的模型是建立在非对称信息和不完全合约基础上的,它与博弈论、信息经济学相融合,可称之为不完全合约的金融理论。20世纪50年代初马克威茨提出了投资组合理论,以达到投资者风险收益匹配效用最大化;法玛提出了有效市场理论,是现代西方微观金融理论的基本分析范式;20世纪60年代,威廉·夏普(1964)、林特纳(1965)、莫辛(1966)及法玛(1968)各自独立地提出了资本资产定价模型(CAPM),建立了第一个在不确定性条件下资本资产定价的一般均衡模型。1973年,费希尔·布莱

克 (Fisher Black) 和迈伦·肖尔斯 (Myron Scholes) 在《政治经济学杂志》上发表了关于期权定价的开拓性论文《期权和公司债务的定价》，提出了无套利的均衡期权定价模型。但由于 CAPM 要求的假设太强，局限性大。有鉴于此，斯蒂芬·罗斯 (1976, 1977) 突破性地发展了资本资产定价模型，用无套利方法，即如果市场上没有无风险套利机会，那么市场均衡存在，建立起一般市场均衡模型，被称之为无套利定价理论 (APT)。前期的理论都以对称信息与充分竞争性市场为基础，这在研究对象上不符合我国的情况，对研究我国股市与国有股问题只具有方法论上的借鉴意义。西方的微观金融理论在 20 世纪 80 年代在另一个方向的新发展，是不完全性所触动的，把微观金融理论研究与企业理论、信息经济学相融合，强调对金融市场的制度分析，可称之为金融契约理论或制度金融学。金融契约理论有许多模型。例如就资本结构而言，就可根据影响资本结构的因素分成代理成本模型、不对称信息模型、基于产品或要素市场竞争的模型和不完全合约模型等 (Milton Harris 和 Arthur Raviv 的“金融契约理论”是对这一理论的一个很好的综述)。这一领域的许多研究对象与我国资本市场很相近，具有启发性，因为我国股市正是不完全特征很明显的发育中的股市。

当代金融制度结构理论的最新发展出的流动性风险理论与我国非流通股问题联系较为紧密。经典的 CAPM 的一个基本假设是，投资者总是可以按照当前市场价格买入或卖出资产，买入与卖出的价格相同。显然，这种对于现实世界的过度简化，阻碍了人们对现实世界的认知。1968 年，Demsetz 发表了划时代的论文《交易成本》，开创了从微观层面研究证券价格形成的方法，标志着证券市场微观结构理论的诞生。Demsetz 主要研究了证券市场上卖方的卖出报价和买方的买入报价之间价差的形成，并提出了基本的买卖报价价差模型。Demsetz 的价差模型表明了流动性对证券价格形成的影响。Demsetz 开辟了研究证券市场微观结构的新理论领域。我国证券市场微观结构存在的最大问题是，如果非流通股要在流通股市场减持，那么非流通股的“倾销”与现有 A 股市场形成的市场结构，将是一种垄断竞争市场结构。这种市场结构不符合 CAPM 所要求的完全竞争市场结构，因此在我国现有股票市场减持非流通股，存在非流通股的流动性风险问题。流动性风险理论是解决非流通股问题的重要理论工具。

金融抑制这一术语，是 20 世纪 70 年代由爱德华·肖、罗纳德·麦金农两位经济学家提出来的，金融抑制理论对于认识发展中国家的金融现象有重要帮助。我国长期存在金融抑制现象，如何实现金融深化与发展，采取放任的金融自由化战略还是金融约束战略，对资本市场的发展与稳定有迥异的影响。世界银行首席经济学家斯蒂格利茨 (1999)、拉·波塔、青木昌彦 (1995)、小约翰·科菲 (2001)、爱德华·格莱顿 (2001) 等对一些转轨国家的证券市场分别做了比较研究，他们得出的共性结论是，俄罗斯、捷克等国家证券市场失败的原因在于，公司控制人滥用控制权“掏空”上市公司，个人从上市公司攫取了大量的公共利益。而这些国家并不存在什么“股权分割”，股票是全流通的，可见全流通并不能保证解决公司治理的所有问题。认为变革所有权就能促进经济发

展的推断,是以存在完善而充分的市场经济制度为前提假设的,然而转型国家缺少的正是完善而充分的市场经济制度环境。他们对简单经济自由主义与证券市场自由化提出了质疑,认为在法律制度与市场体系不完善时盲目推行国有企业私有化、股份化,在信息不对称与体系不完全的市场盲目推进私有产权改革,会导致经济体系与证券市场失败与休克。对于关系国计民生的重要公司,国家控制是必要的,转轨国家应适度控制上市公司的治理,以克服市场的不完善条件。上述经典理论均是本文研究的理论起点,本书将在这些理论的基础上,结合我国股市的实际问题,作进一步的理论拓展与发展。

2. 国内研究成果综述

改革以来,我国经济学界对国有形态产权问题陆续从各个不同的角度进行介绍和阐发,比如:张维迎(1994)、吴敬琏(1994)等首先提出要在国有企业改革中借鉴和吸收当代公司治理理论;接着理论界在公司治理的内涵(林毅夫,1997)、有效的制度安排(林毅夫,1997)、委托代理问题研究(张维迎,1999)、产权的讨论(张维迎,1999、2000;孙永祥,2001)和治理模式的比较(李维安,2001)等方面均取得了一定的进展;杨瑞龙等人研究认为,我国企业存在的不是“内部人控制”问题,而是行政干预下的经营者控制问题。

2001年6月14日,国务院《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》出台,股权分置问题成为人们关注的焦点。自此解决股权分置问题进入了一个紧迫阶段,股市从增量创新主导型的扩张型发展向存量调整主导型发展,解决国有股问题进入了高层视野。吴敬琏、吴晓求、谢百三、王国刚、韩志国、刘纪鹏、张卫星、华生、李扬、何德旭等对股权分置问题作了较深入的分析,做出了重要的贡献。2001年中国证监会向全国征集了以净资产减持方案与缩股减持方案等为代表的七大类方案,但这些方案往往因未认识到该问题是金融问题,并且未找到对应的金融产品工具及数量模型作为理论分析的工具,因而缺乏金融理论支持,陷入了以会计方案解决金融问题的错误思路,在问题的研究方法上走入了死胡同。最终陷入利益纷争的争论中,造成各持己见的僵局。几年来经过国有股市价减持的屡次尝试,经过开辟C股市场的方式的昙花一现之后,证监会最新启动了对价送股方案的探索,其效果还有待观察,有待试点中总结新情况、分析新问题、不断改进,以更妥善推进改革。

三、研究视角和方法

1. 研究视角

2005年2月18日《人民日报》发表了署名为吴治宇的文章《要科学把握资本市场改革发展中的度》。文中指出:“应当运用科学的方法去观察和分析资本市场。目前,有关资本市场问题存在的一些与科学发展观不相符合的思维方式主要表现为教条主义和形而上学。教条主义是指不顾国情生搬硬套国外的经验,盲目模仿。形而上学是将一些现象的产生归结为单一的政策或结构缺陷,并作出极端的解释和结论,没有考虑到改变这些

政策和结构调整的代价与可行性,也缺乏对改革后这些不合理现象能否得到完全纠正的战略分析。实际上,资本市场的制度改革和结构调整是牵一发而动全身的深刻变革,甚至可能影响社会稳定。只有按照科学发展观的要求,准确把握好‘度’,夯实资本市场发展的基础,才能在发展中积极而逐步地疏通资本市场中的历史积累问题。处理复杂的历史问题应从现实出发,采取循序渐进和务实的态度。国外的规则条文可以翻译,境外的制度模式可以复制,但各国的市场环境诸如投资者素质、偏好、文化、道德、信用基础等大不相同。科学把握政府引导与市场机制这两者之间的‘度’,是资本市场发展中的基本问题。资本市场的制度和结构性缺陷不是孤立存在的,而是同时并存、交互作用的,这就增加了把握好‘度’的难度。”这段话很符合本文的渐进解决思路。中国证监会研究中心研究员波涛在一次讲话中也说,“我不是说股权分置不是问题,但我不赞成以你死我活的方式来解决股权分置问题。或者说,用激进的方式解决很可能造成两败俱伤。”上文总结了笔者拟采用的渐进的视角、过渡的视角。

历史的视角。一切社会现实均由历史长成,因此本书拟采取分析企业财产组织制度历史演变进程的办法,总结历史上各种组织形式的优点,其适应的历史阶段及当时的外部市场环境,以对思考中国股权结构中的权利与责任安排有所助益。

公司治理视角。公司治理理论研究企业中委托代理关系如何更好地运转,解决代理问题、降低代理成本。从一般性上看,我国的公司也是由经济人组成的组织,因此我国国有上市公司应符合一般的公司治理理论;但从特殊性上看,我国公司的构成中有以国家组织形态参与公司组建的国有单位,即国有控股股东,因此是一个存在二次或多次委托代理关系的特殊组织,这是我国公司治理更复杂于西方的原因。我国是二次或多次复合的委托代理关系,发生了很大的扭曲、变异,增加了国家这一中间分析单位,就更具有复杂性;而外国多是一次直接的委托代理关系,因此较为简单,好解决一些。因此研究我国的特殊股权结构问题,不能不取经于西方的一般的股权结构与公司治理理论,但也必须结合中国由计划经济向市场经济转轨过程中给我国上市公司与股票带来的种种特殊性,如此才更有真实性。如我国股市两类股票的股权流动性不同,且非流通股占绝大部分等。这些情况的产生有其特殊的历史原因,如垄断的、计划的发行制度,长期只准国有企业上市,为国有企业三年脱贫目标高溢价发行筹资等。这些特殊性问题,必须结合中国国情创造性地解决,西方没有这些研究成果,也较少热心于这些问题的研究与解决。

金融经济学视角。国有股权流动性变革必然是股份流动性的变革,因此一定是一个股票流通问题,涉及股票如何流通,如何形成价格的过程,价格形成与风险之间的关系等问题。而对于这些问题,体系庞大的西方金融经济学已经为我们提供了充足的工具,因此解决股权分置要利用金融工程的手段,把该问题的解决作为一个金融工程设计问题。研究过程中要明确,国有股减持的定价问题是股票价格问题,而股票价格问题是一个金融问题,而不是会计问题;基于投入资产差别而提出的缩股、扩股全流通方案和净资产

价减持方案,以及流行的流通股高溢价判断和对价补偿方案,都是源自于对会计报表上的净资产概念分析而立论的,因此都是会计类方案或判断。这些都陷入了用会计方案解决金融问题的误区,在方法论上就陷入了错误,也就无异于刻舟求剑或缘木求鱼。因此本书还就这一问题的本来性质,拟以金融风险理论为基础,以金融工程为手段,按照金融产品开发与设计的方法,提出非流通股问题解决新思路。

本书从上述三个视角展开研究,可以说兼采定性与定量的优点,将定性与定量有机结合起来,全方位、多视角、系统性地解决非流通股的股权流动性缺失问题。

2. 研究方法与基本范畴

研究的方法有经济史、组织发展史的方法,制度经济学的方法、金融经济学与金融工程的方法,定性与定量相结合的方法、VAR模型法、流动性风险测定方法等,并将它们有机地结合于一个问题的分析过程中。

四、可能的创新和需要进一步研究的问题

本书基于以上的研究视角和研究方法,可能在以下方面有所创新。

(1) 综合运用现代金融经济学方法分析股权流动性分裂、股权分置问题,其理论基础是公司治理理论、制度金融学、金融深化理论和金融风险理论,其设计手段是金融工程学方法,摒弃了以往以会计方法研究金融问题的旧思路,开创了认识这一问题的新角度,提出了解决这一问题的新方法。

(2) 力图将股权流动性问题与公司治理问题结合起来,创造性地提出了通过流通权的限制,模拟历史上的两合公司与现代的风险投资的股权结构的制度安排原则。加大过渡流通股股东的责任与退出风险,让其承担更多的上市公司治理风险,加大其机会主义地侵害小股东利益的风险与机会成本。认为非流通股过渡流通有利于我国公司并购市场的建立,有利于国有上市公司的民营化,有利于其股权结构素质的改善,从而将促进公司业绩的提升,使得过渡流通股市场与流通股市场之间形成的关系不是替代关系而是互补关系。

(3) 运用金融抑制理论分析国有股权高溢价形成的原因,认为我国A股的高溢价是当时金融抑制的低利率政策的估值结果。股价是股息的资本化,长期低实际利率政策,必然造成股价虚高的泡沫;而当前要进行金融自由化改革必然会改变二者的比价关系,在金融自由化下非流通股流通问题本身就是风险源,非流通股要流通就会冲击A股价格。这是宏观经济金融改革带来的系统性风险,因此需要以金融约束理论为指导,通过金融工程创造性解决这一难题。本书认为国有股流通是我国金融自由化、市场化为导向的改革的一部分,国有股流通不可能超越金融自由化的进程,国有股流通进程与金融自由化、市场化改革进程的关系应是同步而不是超越,个案地逐步减持而不是一夜全流通。

(4) 将国有股减持风险归为流动性风险问题,认为国有股的历次巨幅减持冲击A股市场,其实是国有股本身具有的流动性风险对整个股票市场的流动性冲击的表现。非流

流通股存在流动性风险和流动性折价。对限制流通股的不同限制时间的流动性折扣进行了估算。进一步运用流动性理论否定了流通权溢价的可计算性,以及据此而进行的送股对价解决方案的合理性。认为流通权造成的价差是动态价差而不是静态价差,因时、因地而不同,是受垄断性发行制度的改革进程、资本项目开放进程、市场行情、所属行业、股权结构、个股业绩的差异与宏观经济周期等多因素影响而不断地变化的,复杂而不可能计算,所以测算某日静态价差没有实际意义,据此进行送股对价更是荒唐。

(5) 本书在第八章分析了国有股流通时间的不确定性问题,认为制度信息对于明确国有股流通预期具有基础性作用,只有以制度约束才能给股市博弈各方提供基础条件,给随机发展的股市以方向性引导。过渡流通股制度能够为股民提供减持的国有股对股市冲击的时间信息、程度信息,为股民形成非流通股预期机制提供基本制度性信息条件,有助于市场各方形成关于非流通股问题的稳定的、明确的预期。而且本书认为国有股过去之所以在实践中丧失流通权而成为非流通股,是因为这批一直“暂不流通股”的股份的流通预期长期不明的结果。如果未来G股制度中的大批受限制流通权的股份的实际流通还是长期预期不明,这些受限制流通股股还会变回为非流通股。对价送股的G股方案解决不了全可流通股再变回为非流通股问题,难以适应国有股减持时机的不确定性问题。

(6) VaR 技术分析了过渡流通股是带有远期流通权期权的股票。VaR 技术验证了流通权存在的动态价值,反映了限制流通权所带来的动态价差,正是这种动态价差赋予了过渡流通股的高风险、高收益的特性,使得过渡流通股成为带有远期流通权性质的限制流通股。过渡流通制度把流通期权作为对股民的对价,与当前对价试点方案中将全可流通股的实际流通限制作为对价的内容是很相似的。

本书的三种数量方法对于分析股权分置改革中以限制实际流通权作为唯一对价的方案,具有实用价值。

需要进一步研究的问题如下。

需要对本书提出的方案进行人工金融模拟试验,利用实验金融学的手段模拟国有股过渡流通市场的运行情况,以进一步验证国有股按此方式减持时,过渡流通股与流通股的价格形成情况、二者关系,以及这种市场格局对市场参与方的影响。这是作者下一步拟开展的研究任务。

限于篇幅,以及出于本书所论述的目的,有些与本书有紧密联系的相关问题未及深入研究。运用金融抑制理论分析国有股的非流通制度安排,运用金融自由化理论分析国有股转流通的制度变革,对金融深化理论在中国的发展很有意义。本研究还只是起到抛砖引玉的效果,还不能做到很深入,在今后的研究中还需要沿着这个研究路径,深入地研究下去。比如研究金融抑制对融资成本的影响,继续发展金融抑制下的特殊的融资成本理论(资本成本理论)与资本结构理论;研究金融自由化的次序,具体需要研究我国国有股的流通、市场化与其他方面金融自由化改革措施的先后次序关系,以及相互影响的机制等。

本书在研究过程中发现我国股权分置对于资本成本的影响,提出了丰富的研究课题。通过过渡流通股制度的股价分离作用,清晰地显示了当前分配问题上的对立矛盾。同一家公司的两类的股票流通权不同,二者的理论价值就不同,而价值不同就不应该有相同的分红权。这种双价制清晰地揭示出,在股权流动性分置未并轨之前,任何人为的规定分配的比例都是不合理的,现行非流通股与流通股的同股同利政策,从理论上讲根本是不合理的。可以说股权分置未解决之前,任何分配行为都会引起争议,这在实践中也给予了证实。我们看到无论是前几年的上市公司不分红现象,还是近年证监会要求上市公司提高分红率的主张,都引起了极大的争议。典型的如用友软件的大股东王文京高比例分红后迅速套现所投资本金,这引起了舆论一片哗然,引起人们对股权分置下的分红问题进退维谷状态的高度关注。因此具有再融资性质的分配的分红(分红在金融学上是负融资)、增发、配股,在股权分置下,都是一种严重的不公平分配行为、争议行为。上面提出或隐含的这些矛盾问题都说明股权分置对于股利分配、再融资、资本结构与资本成本有重要影响,对这方面进行深入研究,一定会有重要的发现。

再比如利用本书中使用到的金融技术,研究当前在我国股权分置改革试点的对价方案中将限制实际流通作为对价内容时,限制多长时间是大股东可以接受的。从纯经济角度,是由全可流通的限制流通股的价值与非流通股股东的持股成本之间相比较得来的,限制流通权会降低“全可流通股”的价值,当它的价值等于其持股者的成本时,非流通股股东就达到了最大让步。据此可以推断出大股东以限制流通权作为对价时,给出的限制流通权的年限的最大极限。股权分置改革逐步深入过程中,这种以限制实际流通作为唯一对价的方案会越来越多,今后将尝试用这种均衡法分析这类对价方案。

本书初步运用预期理论分析了国有股流通问题。这一理论解释了我国非流通股问题的形成原因,流通预期长期不明是造成国有股由暂不流通股变为非流通股的根本原因,“非流通股”是一种习惯性契约,是一种隐性契约。而且也指出今后股改后的全可流通股如果流通时间长期不明,股民没法形成预期,还会变成非流通股。这一问题可能在今后逐渐突显出来,将成为今后重要的课题。因此将理性预期理论与国有股问题结合起来,是值得深入研究的方向。

本书对国外限制流通股问题的制度方面研究尚不足,主要是因为这方面具体材料虽然很丰富,但系统化的理论性分析文献尚不足。本书在第七章第一节的“西方关于流动性折价的实证研究”部分给予了关于其定价方面的理论成果,今后尚需进一步分专题研究国外关于公司高官、员工持股、工会、战略投资者等持有的限制流通权的情况,相信会有新的发现。

第一章 企业组织史与企业理论中的股权结构

分析我国的股权结构与股权流动性变革的深层次原因，需要从理论上追溯股份制这种企业组织形态的一般起源与演进过程，这就离不开对企业组织形式历史起点的考察。本章将从企业经济史与企业理论角度考察股份制的发展历程，分析企业财产的组织形式，分析如何由无限责任的业主私有制发展为股份有限责任的社会股份制，分析其股权结构的变化以及股份有限责任所需外部环境的特点。

企业组织形式的历史演变：发展史回顾

一、企业组织形式

任何企业的建立运营都需要建立在一定的财产关系基础上，在法律上根据企业财产组合不同，一般说来，历史上的企业组织形式可以大致归结为以下几种类型。

1. 个人业主制企业

个人业主制企业是最原始、最简单的企业类型，是自然人企业，由业主个人出资兴建，自己直接经营并享有企业的全部经营所得，同时对企业的债务负有完全责任。其规模一般较小，内部管理机构简单。我国的个体户和许多私营企业就是个人业主制企业。

个人业主制企业的优点是：产权关系简单明确，产权转让比较自由，经营方式灵活，决策迅速，利润独享，保密性强，精打细算等。缺点是：财力有限，偿债能力弱，难以取得贷款等。所以这种企业制度很难从事需大量投资的大规模商业活动。

所谓完全责任或无限责任是指企业主不但以其投入到企业的财产承担债务，在资不抵债时还要用其所拥有的其他财产或全部财产承担债务。由于个人财产与企业财产在法律上没有实质的界限，因而实现了业主个人人力资本和非人力资本的完全结合。在这种企业中，首先，产权形态的集权结构，与产权主体单一化相适应，个体业主集所有权、控制权和索取权于一身，并实现了完全对应，在企业财产权组织形式上不存在代理问题，因此就其所处的技术和市场环境而言，从产权组织角度而言，它是最有效率的；其次，企业经营中个人业主自主决策，完全按照自己的意图和方式经营企业，决策迅速，能够充分施展个人才能并得到满足；第三，这种企业容易保密，在市场竞争中，保密性最好。

这类企业的不足之处在于,单一产权结构使企业的发展和规模受业主个人资本、才能和承担风险能力的限制,而且由于受到偿债能力的限制,个人业主制企业的贷款能力差,很难筹集到足够的资金从事大规模的工商业活动。企业规模相对较小、技术水平不高,企业的寿命受制于个人寿命;个人财产与企业资产的结合使个人必须对企业资产承担无限责任,这使得业主不敢轻易进行高风险投资,从而影响企业发展。个人业主制企业在当今社会大量存在,在美国和德国,个人业主制企业约占企业总数的75%;在日本,农业和零售业大多也采用这种企业形式,制造业中的许多小企业也采用这种形式。现在大都由小作坊、小商店、家庭农场、开业律师和医师等自由职业类型组成。其管理关系是雇主与雇员之间的委托代理关系。业主制企业存在的问题主要是劳资双方表现在管理上的矛盾,如劳资对立。企业战略问题均由业主自主决定,还未产生如现代公司那样的涉及企业战略问题的治理矛盾。

马克思关于企业产生的研究。马克思在他大量的经济学著作特别是《资本论》中,以制度演进(二大社会形态理论)为基本思想脉络,勾勒了资本主义企业产生和发展的轮廓。他认为企业的产生和形成与生产力的发展存在着密切的联系,是生产力和社会分工发展的必然结果。企业的形成经历了一个发展过程,即经历了简单协作、工场手工业和机器大工业三个发展阶段。

(1) 简单协作阶段。当社会分工达到一定的发展程度,商品生产和商品流通达到一定的规模时,简单协作就逐渐产生了。“许多人在同一生产过程中,或在不同的但互相联系的生产过程中,有计划地一起协同劳动,这种劳动形式叫做协作。”^①“通过协作提高了个人生产力,而且创造了一种生产力,这种生产力本身必然是集体力。”^②简单协作,是资本发挥这种“集体力”的最初组织形式,也即企业的萌芽形式。

(2) 工场手工业阶段。到了工场手工业时期(16世纪中叶到18世纪末叶),另一种类型的分工——工场内部的分工成为分工的一种重要形式。“工场手工业分工通过手工业活动的分解,劳动工具的专门化,局部工人的形成以及局部工人在一个总机构中的分组和结合,造成了社会生产过程的质的划分和量的比例,从而创立了社会劳动的一定组织”^③,这种社会劳动的一定组织,即企业组织的雏形。

(3) 机器大工业阶段。18世纪60年代英国开始了工业革命,这场革命很快波及到其他资本主义国家。工业革命使机器生产代替手工劳动,以手工技术为主的工场手工业逐渐被以机器体系为基础的工厂所代替。工厂制度的普遍化,成为资本主义社会的基本生产单位,宣告近现代企业产生。关于企业的本质,马克思认为企业具有双重属性:既是生产力的组织者,又是一定生产关系的直接体现者。从生产力的角度看,企业是商品生产的基本单位,是生产力的劳动组织。科学技术对企业的发展起着十分重要的作用,

①② 马克思. 相对剩余价值生产. 资本论(第一卷). 北京:人民出版社,1975:362.

③ 马克思. 相对剩余价值生产. 资本论(第一卷). 北京:人民出版社,1975:403.