

中国并购评论

清华大学出版社

CHINA MERGE & ACQUISITION REVIEW

卷首语

并购视点

并购实证

并购理论与操作

统计数据

卷尾

天上不再人间

国企改革路线：从帝制走向共和

国有股递进流通有利于防止股市风险

金融资本与产业革命：王者和侍女的角色轮回

上市公司间接收购的实证研究

新生市场型国有企业生存状况调查

数字说话：本土饮品行业与狼共舞

百年并购——20世纪美国并购史

企业并购与分立中的税收效应分析：微观视野

上市公司实施管理层收购后的变化研究

2005年一季度并购市场大事记

编辑手记

第一册

东方高圣投资顾问公司
中国收购兼并研究中心

编著



中国并购评论

2005年第一册

东方高圣投资顾问公司
中国收购兼并研究中心

编著



清华大学出版社
北京

内 容 简 介

《中国并购评论》系列丛书应中国并购市场发展大势而生,以呼唤、倡导战略性并购在中国的大发展为主旋律,旨在架设专业论述并购理论、并购业务、并购市场的平台。本书的内容主要是:国内外先进的并购理论、并购技术及其在实践中的具体应用;国内并购市场盘点、发展前景瞻望、并购效应排序等整体态势综述;并购政策法规、并购市场热点、并购案例、并购心得等并购实战指导。目前,并购监管日益完善,上市公司和几大行业内部战略并购的发展如火如荼,外资并购开始全面兴起——并购重组投资银行已成为中国资本市场发展的重要领域,其广阔的发展空间及其巨大的效益与风险正成为市场的关注重点。《中国并购评论》以写照并购在中国的发展历程、把握并购在中国的发展脉络,推进并购在中国的高效发展为历史使命,是国内外并购领域有识之士共论中国并购大业、推进中国并购市场的重要舞台。

本书适合企业家、管理者、研究企业并购的专家,学者及关注并购市场的人士阅读。

版权所有,翻印必究。举报电话:010-62782989 13501256678 13801310933

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

本书防伪标签采用特殊防伪技术,用户可通过在图案表面涂抹清水,图案消失,水干后图案复现;或将表面膜揭下,放在白纸上用彩笔涂抹,图案在白纸上再现的方法识别真伪。

图书在版编目(CIP)数据

中国并购评论. 2005 年 第一册/东方高圣投资顾问公司,中国收购兼并研究中心编著. —北京:清华大学出版社,2005.7

ISBN 7-302-11462-5

I. 中… II. ①东…②中… III. 企业合并—研究—中国 IV. F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 082888 号

出 版 者:清华大学出版社

<http://www.tup.com.cn>

社总机:010-62770175

地 址:北京清华大学学研大厦

邮 编:100084

客户服务:010-62776969

责任编辑:徐学军

印 刷 者:清华大学印刷厂

装 订 者:三河市李旗庄少明装订厂

发 行 者:新华书店总店北京发行所

开 本:185×230 印张:8.25 字数:145 千字

版 次:2005 年 7 月第 1 版 2005 年 7 月第 1 次印刷

书 号:ISBN 7-302-11462-5/F·1280

印 数:1~5000

定 价:30.00 元

《中国并购评论》丛书
特约顾问与
编委会成员

总顾问：茅于軾

顾问(按姓氏笔画排序)：

巴曙松 宋逢明 陈小悦 陈学荣
钟 伟

编委会：

主 任：陈明键

副主任：张红雨 朱宝宪

委 员(按姓氏笔画排序)：

田荣红 任宇光 朱宝宪
张红雨 陈 军 陈明键
林仁兴 高 磊 陶旭城
温 锋

主 编：朱宝宪

副主编：张红雨 冀书鹏

卷首语

天上不再人间 • 1

并购视点

国企改革路线：从帝制走向共和 • 2

国有股递进流通有利于防止股市风险 • 8

金融资本与产业革命：王者和侍女的角色轮回 • 13

并购实证

上市公司间接收购的实证研究 • 24

新生市场型国有企业生存状况调查 • 35

数字说话：本土饮品行业与狼共舞 • 48

并购理论与操作

百年并购——20 世纪美国并购史 • 55

企业并购与分立中的税收效应分析：微观视野 • 79

上市公司实施管理层收购后的变化研究 • 98

统计数据

2005 年一季度并购市场大事记 • 113

卷尾

编辑手记 • 123

天上不再人间

东方高圣投资顾问公司 首席执行官·陈一鹤

“天上人间”老板覃辉事发，北京夜间娱乐界暗喜，中国民营企业家大惊，引得传媒轰动。这是为什么？并非因为覃辉产业实力雄厚，而是因为旗下“天上人间”夜总会的赫赫威名，知道覃辉的人不多，可商界有几个人没见过“天上人间”的艳帜？

覃辉一人赤手空拳打造的20亿资产的“帝国”最终落得分崩离析的悲剧，其根子在于把企业核心竞争力定位在“搞定关系”上，其直接原因是为了“做大而做杂、做烂”。民营企业在市场经济初期不靠寻租发不起来，所以，大多数民营企业度过了数年“天上人间”的生涯。但是，随着市场经济的成熟和资本密集型竞争态势日益显露，靠“天上人间”拉关系、找贷款的时代过去了，于是，民营企业家们只得把公司的命运压在“天上人间”这样的空中楼阁上。但这么做一定会摔得粉身碎骨！

民营企业的玩法一定是小而精。许多国企的玩法是宁可做烂也要做大，以麻烦保护自己，这种做法虽然是剑走偏锋，但不无其合理性。而民营企业如果存此妄想就“不得好死”。德隆资产规模数百亿，横跨十几个行业，当资金链危急时，最后的奢望是中央政府施以援手，可唐氏兄弟连一位部级领导也没有见上。

民营企业自身资源相对缺乏，只能集中全部能量于行业做专、做精，这都未必能独善其身。如果这个行业是一个美容店、夜总会这样的零散型行业，民营企业会有优势。但如果踏入的是重型化的资本密集型产业，如钢铁、石化、建材等，早晚都要依靠新公私合营来弥补其资本和资源的先天不足。

民营企业家要从天上回到人间，回到专业。

国企改革路线：从帝制走向共和

黄书鹏 姚文祥

2004年11月7日，38岁的均瑶集团董事长王均瑶英年早逝。王均瑶以民营企业家获得内地飞机航运权的第一人为天下知，时年26岁。此后，王均瑶凭借民航业务上掘得的第一桶金，陆续开拓出乳业和房地产另外两条生财之道，最终成就了一个资产达35亿元的大型民营企业。

王均瑶的不幸离去，给均瑶集团留下了一个如何探寻后均瑶时代公司治理模式的难题。因为王均瑶在世时，均金和均豪两兄弟年方弱冠，生意场上的杀伐决断都取决于王均瑶一人。在后均瑶时代，均瑶集团的公司治理模式无非两个：一是像李海仓遇难之后的海鑫集团一样，由均金、均豪兄弟扶幼主冲龄践祚，延续杀伐决断寄予一人的“帝制”；二是王均瑶子嗣为第一大股东，均金、均豪兄弟以少数股东身份控制企业，均瑶集团的“帝制”色彩大大淡化，均金和均豪的授权很大程度上不是拿所有权说话，而更多来自其职业经理身份，在企业的战略资源分配上、在一线官员的任免上以及在组织结构的选择上，家族成员的特权会逐渐淡化，“共和”的味道渐浓。

“帝制”还是“共和”？这是一个问题，一个事关中国民营企业能否基业长青的问题。不独后均瑶时代的均瑶集团必须直面以对，在不久的将来，大多数中国民营企业也都将在这二者中进行艰难抉择。

血缘权力线：职业经理人水土不服的根源

王均瑶辞世的消息，湮没了此前四天发生的另一事件。11月3日，何经华在任职用友软件总裁两年半后黯然离职。而在早前，均瑶集团董事长助理李国涛出走。他们都是口碑甚好、能力颇佳的职业经理人，他们任职的民营企业也可谓业内翘楚，然而他们为何就像现实中的美女俊男一样，总难成全美满婚姻？

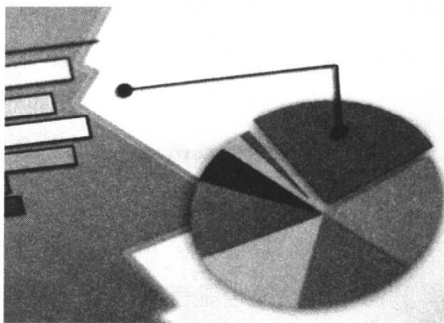
事实上，在目前中国的民营企业的公司治理体系中，这种水土不服是必然的。职业经理人的管理权威是职业经理制度成立的前提条件，这种权威包括对车间现场和各职能领域的指

挥、控制和激励，更集中体现的则是在战略资源配置权和高级管理人员的任免权上。但在按血缘线分配权力的民营企业中，留给“外姓”职业经理的这种权力空间是有限的。

以均瑶集团为例，与大多数出身草莽的中国家族企业一样，均瑶集团在初具规模后，企业的控制权渐渐沿着血缘线扩散。王均金 23 岁出任温州天龙包机实业有限公司经理，而王均豪担任均瑶集团乳品有限公司总经理时也不过才 25 岁。均瑶集团的业务多元化步调、企业权力的扩散，或多或少与王氏三兄弟的渐次成长有关联。

开始是创业企业家本人独掌大权；随着业务规模和产品线的扩张，一个人的精力和经验不敷所需，家族成员加入到权力核心中来；企业进一步成长，权力核心随之不断扩大，逐渐开始容纳非血缘的“外姓人”——这是大多数中国民营企业权力金字塔的砌筑方式。与这种方式相对应，中国民营企业在组织结构和业务范围的选择上也有独特之处。

经济历史学家阿尔弗雷德·钱德勒提出了“结构跟随战略”的著名论断，即随着业务的多元化和协调的复杂，企业组织结构将由集权的职能部门制向分权的事业部制和控股公司制演变。但在中国民企，“结构跟随战略”的主从关系之间，至少要加入血缘关系的考虑。“打虎亲兄弟，上阵父子兵”，在权力授予上都离不开“首先要我的人，才敢放心让你办事”的原则；在业务范围选择上，



往往会把平衡家族内部利益的因素考虑进来，“有几个儿子，置几份儿产业”。

于是在血缘至上、兄弟至亲的民企中，多元化战略往往带有因人设事的痕迹。这并非均瑶集团一家。希望集团的刘氏兄弟从家禽饲养到饲料生产，再到房地产、金融和金属制造业，刘永言、刘永行、刘永美和刘永好各有自己的地盘。不同的是，刘氏兄弟创业之初就没有明显的尊卑等级之分，因此走得更彻底。他们在完成原始积累后，分别建立了自己的权力核心。

而一些民企的多元化行为之所以谨慎，在血缘关系中也可以找到部分答案：兄弟子嗣单薄。反观那些靠类血缘关系聚合起来的权力核心，在执行多元化战略时就具备更大的选择余地。如东方集团，张宏伟与其铁杆下属有着情同手足的信任关系，因而在向房地产以外的领域扩展时，有更多的直线官员可用。大而言之，国有企业其实也可视为类家族企业，差别在

于民企以血缘为主线，国企则以嫡系为基础，而嫡系可以逐步壮大，因而较之东方集团，国有企业业务多元化上往往容易走得更远。

治理出路：从帝制到共和

淡化家族色彩和引进职业经理人，至少在理论上，众多民企老板已经接受了这一观点。但同时发生的事实是：我们看到何经华至今仍对“责任和授权”的不对等耿耿于怀，我们听到惠普前助理总裁高建华放言，即使以年薪 50 万美元为条件，他也不会去民营企业做经理人，因为他无法适应民营企业复杂的人际关系。

如何解决这种理论与现实的背离？王均瑶之后均瑶集团可能发生的管理模式变革，给出了解决上述问题的一条被动路线：从“君主制”到“共和制”或“君主立宪制”。

有人提出，公司制度实质上是民主制三权分立精神在企业组织形态上的体现：股东大会对应着议会，是企业立法机构；外部非执行董事对应着法院，是司法机构；执行董事和总经理对应着政府，是行政执行机构。

这种类比的合理之处，在于民主制与公司制度的共同渊源是建立最广泛的合作基础。作为一种经济组织形态，公司最初诞生于欧洲航海冒险的事业中。在当时，远洋贸易获利丰厚，其面临的风险也是巨大的，远远超出了家族和朋友小集团所能承载的限度，需要从范围更广的陌生人群中寻求资本来源，分散风险。

到第二次工业革命末期，西方国家普遍经历了一场企业制度革命，即职业经理人全面替代早期的创业家族掌控公司事务，公司股权分散化、社会化，管理型企业成为西方企业的主流形态。从业主控制到职业经理控制，公司制度的合作属性发生了深刻的变化，已经远远超出了大规模融资的原始企图。从深层次看，管理型企业的出现是民主制——“防范的合作”——在企业组织形态中的蝶变。

从“家天下”到“公天下”，管理型企业真正具备了独立人格。在管理型企业出现之前，公司就因有限责任和独立法人两大禀赋而获得了法律意义上的人格，但是，只有管理型企业才真正不依附于某个家族或某些利益集团，而获得了独立的生命。另一方面，产权的社会化，制衡的治理结构，赋予了管理型企业非常强的“自净”能力。这种“自净”能力源于“防范的合作”机制。

美国历史上有两个“君主制”企业转向“共和制”企业的著名例子。

杜兰特是通用汽车的开国君主；斯隆则是由业主转变而来的职业经理人，他把自己的汽车配件厂卖给了杜兰特并出任通用汽车的副总经理。杜兰特长于开疆而短于守城，斯隆则对现代企业管理有深刻的理解。杜兰特的一系列失误，导致了通用汽车 1920—1921 年间的严重危机。杜邦和摩根联手接管通用汽车并将总经理大权交给了斯隆之后，通用公司的经营状况日渐好转，在美国汽车市场的占有率由 12% 上升到 53%，成为全世界最大的汽车制造公司。



另一个例子是通用电器公司。大发明家托马斯·爱迪生于 1878 年创立了爱迪生电灯公司，但爱迪生并不擅长把发明的产品做成一个大产业。1892 年，爱迪生电灯公司和汤姆森—休斯顿电气公司合并，成立了通用电气公司（GE）。为该次合并筹措资本的摩根财团要求爱迪生放弃对企业的控制权力，而由汤姆森—休斯顿电气公司的管理层接手管理事务。此后，通用电器转向了职业经理人控制的“共和制”企业，最终也成就了 GE 大业。

新公私合营：民企走向共和的现实选择

事实上，上述企业治理模式变革的被动路线隐含着这样的逻辑：创业企业家离开领导岗位，是职业经理人制度确立的前提。但从感情上来说，这是一个不太好接受的逻辑；至于像均瑶集团这样极端的例子——以创业企业家付出生命作为民企管理体系由“帝制”走向“共和”的契机，这种代价显然太大了。

那么民企能否主动走向“共和”？答案是肯定的，关键是找出一条可行的路线。

美国历史上曾大行其道的管理层收购也许可以效法。美国在 20 世纪 60 年代、70 年代涌现的管理者收购（MBO）浪潮，标志着创业家族有计划地退出企业经营舞台。当时，一批创业企业家已届暮年，后辈子孙中或者无意家族事业，或者力有未逮，而创业企业家不忍其毕生心血付诸东流。科尔伯格—克拉维斯—罗伯茨公司（KKR）正是抓住这种需求，设

计出了管理层负债收购这种金融工具，而名噪一时。



但对于目前的中国民企来说，这条路很难走通，症结在于创业家族的退出机制：首先，民企创业企业家大多正值盛年，主观上淡出的意愿不强；其次，无法解决管理者收购的资金来源问题。KKR 设计的管理者收购之所以能大行其道，很重要的一个条件是：当时共同基金对风险性投资的需求高涨，KKR 推出的融资方案颇对其胃口。而在中国民营企业，“外姓”管理者极度缺乏正规融资渠道，遍行于国有企业 MBO 的收购“潜规则”，是民营企业创业家族绝对不能接受的。

东方高圣投资顾问公司在辨析中国基本国情的基础上，提出了一个解决中国家族式民营企业根本出路的创造性方案：西游记模式。西游记模式着眼于国有资本的资源积聚优势与民营资本的企业家能力相媾和。就像《西游记》中描述的那样：唐僧是受大唐皇上差遣，而且和观世音等各路神仙具有良好的上层关系，当然是正统主流；民营企业则像孙悟空，孙悟空早期完全是反叛猴王，直到与唐僧共赴取经大业，才纳入主流，修成正果（关于西游记模式的具体论述，请参看东方高圣所著《路线》一书，清华大学出版社，2005 年 1 月出版）。

西游记模式的核心思想是：创业企业家由“君主制”企业的业主转变为“共和制”企业的职业经理人。从公司治理的角度看，西游记模式构建了一种所有权与控制权分离的模式。而世界企业经济史表明，所有权与控制权分离本身就具有巨大的制度优越性。从这个意义上讲，西游记模式比 MBO 有着更积极的操作价值。

这种模式也是由中国的基本国情所决定的。这个国情就是，资源配置向国有经营性主体倾斜。对企业而言，资源倾斜力度与国家行政控制力度成正比，而与管理控制成反比。这一点决定了国有企业与民营企业各具所长：或者在资源积聚方面有优势，或者在管理控制方面有优势，而很少能够两者兼备。

民企羡慕国企的资源，国企也渴望民企的专业人才。在竞争中存活下来的大型民营企业，基本上已实现了中、基层的管理控制，如万向集团先在万向节后拓展到汽车零配件，以及新希望集团先在猪饲料后拓展到整个农畜产品的发展。与此同时，这些企业的创办人长期

专注于某一领域，已经培养出了敏锐的市场嗅觉和专业的战略规划能力，有着非常强的通过持续资源投入获得行业控制地位的欲望和自信心。

运用西游记模式将国企与民企结合，其实是将国有企业的资源与民营企业的专业人才相结合。2004年3月10日，在东方高圣作为财务顾问居中斡旋一年多之后，天津泰达集团和北京万通地产在京联合宣布：泰达集团全额认购万通地产增发的3.08亿股，从而拥有万通地产增资扩股后的27.8%的股权，成为万通地产的战略投资人。天津泰达集团和北京万通地产开创了国有资本与民营资本进行股权合作、民营企业家转变为



职业经理人的范例，向着“共和”时代迈进了一大步。但对于新的万通地产而言，更重要的结果则是既获得了泰达的国企资源，又拥有万通的专业人才，发展局面立时为之开阔。

当然，从民企老板到国企职业经理人，这中间也许会存在着一个心理落差。而且与国际上那些由家族企业转变而来的管理型企业相比，中国家族式民营企业的历史非常短，创业企业家都还正值年富力强，中国民营企业由“君主制”转向“共和制”还缺乏明显的推动力。但正如詹姆斯·柯林斯和杰里·波勒斯在《基业长青》这本书中劝诫的那样：“拥有一个伟大的构想，或身为高瞻远瞩的魅力型领袖，好比是‘报时’；建立一家公司，使公司在任何一位领袖身后很久、经历许多次产品生命周期仍然欣欣向荣，好比是‘造钟’。”民营企业创业企业家们要铸就长青的基业，同样必先在企业治理模式上铸就“共和”这座钟。

以此来衡量，王均瑶等大多数创业企业家都是优秀的报时人，却不是成功的造钟者。均金、均豪兄弟能否完成均瑶的未竟之业？这个问题有待事实来解答。在此，我们祝均瑶先生在天之灵安息，更祝均瑶先生的身后事业一路走好！

国有股递进流通有利于防止股市风险

郭洪涛

国有股减持过程中应牢固确立两大目标：

一是构建产权流通的市场，使现有公司的控制权市场化，在产权交易与流通中实现资源的最优配置与制度创新。国有股减持的终极目标应该是建立真正的现代企业制度，建立完善的市场经济秩序。这是对我国二十余年经济体制改革的进一步深化。

国有企业改革可以分为两个阶段：第一阶段是产权的界定阶段。即是把国有企业产权界定为公司产权，实现国有企业的公司化改造，实现产权的明晰化；实现政企分开，权责明确，使企业与政府相脱离，使企业财产实现社会独立化与法人化。明晰的产权界定为第二阶段的产权交易打下基础。第二个阶段是产权的交易与社会优化配置阶段。目的是实现产权的流动化，使产权在流动中达到全社会范围内的帕累托最优，并在企业组织形式与市场组织形式的动态转化中不断实现市场组织形式与企业组织形式的制度创新。

产权的主体包括个人与法人，它们是社会资源利用的基本单位；产权的观念是达到个人效用的基础，也是社会效益的“基础设施”；产权制度是资源优化配置的制度保障，是一切经济活动的基石。

不同产权之间的交换可以通过市场和企业两种方式达到资源的配置，但两种方式各有利弊，适合不同的情况。社会是在成本孰低的经济比较中选择两种方式的。而这两种产权资源的组织方式的成本受到社会的技术冲击，时而高下不同，所以社会的企业制度与市场制度在动态中实现创新。由此看来，产权可交易是市场制度与企业制度创新的前提与动力。要想促进我国的企业制度与产权制度的不断创新，就必须推动产权的交易，

使产权在流动中达到资源的最优配置并促进制度的创新。

当前我国国有股不流通，公司控制权凝滞，阻碍了经理人市场与企业之间的正常交易，人力资源与物质资源不能很好地结合，极大地影响了经营效率的提高；国有股的不流动还阻碍了公司购并与公司分离市场的形成，使企业不能灵活地运用市场与公司两种途径配置资源，使我国产业结构调整与升级速度缓慢不前，阻碍了现代化进程，经济难以脱离高耗能的粗放增长模式。因此迫切要求国有股能够流动起来，使公司控制权市场化、社会化，使经理人市场能与公司控制权市场顺利对接，使国有股在公司购并与分离中在全社会实现资源的优化配置。

虽然在 A 股市场中以 T+1 方式减持国有股有利于达到个人资产配置效用最大化，而且个人资产配置效用最大化也是股票流通的终极目的，它在发达市场经济国家也是处于第一位的目标。但在处于转轨经济阶段的我国，却并不是那么紧迫，不宜将它作为国有股减持的主要目标，还只宜将其作为远期目标对待。我国国有股流动的最紧迫目的是形成公司控制权市场，改善公司治理结构，促进公司购并行为，使资源在全社会范围流动与优化配置，达到产业结构升级进步的目的。如果将个人资产配置效用最大化作为国有股减持的近期目标，则无异于舍近求远，解决不了当前



我国面临的主要问题。而且一味地追求股票的高流动性以达到个人资产效用最大化，固执地采用以 T+1 方式在 A 股市场减持国有股，在市场秩序与法治不完善的社会条件下，还可能重演东欧、俄罗斯等国证券市场失败的悲剧。这些国家上市公司的股票都是全流通的，不存在股权分置，但在不健全的法制环境中，股市出现了极大混乱。

结合我国经济体制改革与建设的近期目标与转轨经济国家的经验教训，我们将国有股减持设计成递进流通的模式，具体方案如下：

由国家开设一个递进式流通市场，在该市场向全体股民减持国有股；用六年时间实现与 A 股市场并轨，股票流通速度逐年由慢到快，直至实现 A 股的 T+1 流通制度。这个市场的特点是：对买入行为不加限制，但对卖出有时间上的限制。第一年（2005 年），政府在市场

上竞价卖出国有股，本年度实行 T+60 制度，规定本年度申购或买入的股票 60 天后才可卖出；第二年（2006 年），卖出时间限制缩短为 50 天，规定 2006 年度内买入的股票，实行 T+50 卖出制度，即持有 50 天后才可卖出；第三年（2007 年），进一步缩短卖出时间的限制为 40 天，即买入 40 天后可卖出；相应地，第四年（2008 年），继续缩短卖出限制的时间为 30 天；第五年（2009 年），缩减卖出限制的时间为 20 天；第六年（2010 年），缩短卖出限制的时间为 10 天；到第七年（2011 年），即可实行与当前 A 股市场一样的 T+1 制度，与 A 股市场自然并轨。需要说明的是，这个市场每手可以规定得比 A 股市场大一些，比如可规定为每手 1000 股。

这样到 2011 年 1 月 1 日，流通权分置问题已通过递进式改革的方式，过渡到了 T+1，同股同权必同价，国有股慢速流通市场就自然实现和 A 股市场并轨了。我国经济体制改革一直就是渐进式模式，解决股权分置问题，也应采用渐进方式，国家有明确计划，股民有明确预期，逐步地、分阶段地解决问题。

之所以这样设计国有股与 A 股的并轨方案，是因为这样不会阻挡公司控制权市场的形成。即使在最长卖出时间限制的 2005 年，也不过买入 70 天后就可卖出，随后各年最短持股时间逐年缩减。想要并购上市公司的，可以买入别人卖出的股份。70 天的卖出时间限制，虽然不如 T+1 交易制度下那么灵活方便，但想必不会对公司并购重组市场构成大的障碍。因为通过 1000 股为一手的国有股减持，股权是相当分散的，猎手公司可以随时在国有股递进流通市场上收集筹码。

另一方面，对卖出权加以时间上的限制于构建公司监督体系也是有益的。卖出不方便，买入者就要谨慎；敢买入者，就必然对公司有较深了解：买入者或是公司所在地居民，或是公司信息的相关人，或是有监控能力的大资金机构。这样，可能过滤掉投机性买盘，短线、炒股的就不敢介入，使国有股递进流通市场在并轨过渡期内成为专门的公司并购市场。这与当前的国有股协议转让市场很相似，只不过做了进一步的改进。

构建过渡性质的国有股递进流通市场有利于我国公司购并市场的形成，有利于控制权的市场化交易，有利于改善公司内部治理结构与外部控制结构，使产权交易活动成为促进公司组织形式与市场体系制度创新的原动力。它在微观上有利于经营效率与公司业绩的提升，宏观上有利于整个社会创新体系的形成和经济增长方式的转变。

中国的改革确实已又一次地走到了关键时刻，国有股全流通的成功解决无疑是改革的深

化，是一场深刻的革命。国有股减持方案最大的误区是脱离中国股市的实际，在理想主义引导下，陷入盲目追求高速流通，追求高速流通的标准股市。而股市当前的主要任务，应当是资本的基本合理配置与运行的稳定，防止金融风险。

二是国有股减持与流通不能造成对 A 股市场套利的局面，不能因国有股减持而套取 A 股市场股民的利益，以此保持金融稳定，防止金融动荡的风险。

如果实行 T+1 减持，则国有股与 A 股是百分百可互相替代品。则无论其减持价格是高还是低，无论是净资产价格还是市价减持，都是扩大了股票的供给，因此股票供求关系必然被打破，股价必然下降。这就像一个菜市场原来有 1000 斤大白菜，现在又运来 1000 斤，卖出价格最初定得高还是低都无关紧要，最终都要按较低的市价来卖，否则不能出清。价格是由市场客观形成的，并不是由人决定的。T+1 减持对 A 股股价形成了套利关系，影响了 A 股股价的稳定，将拉

低 A 股的价格中枢。由于国有股比重的高低各不相同，相差悬殊，T+1 减持势必会大大扰乱现已形成的个股比价关系，比价关系将出现大规模调整。而且减持方案的具体实施也有问题，除非一朝冻结所有账户实行配售，否则只会形成轮番炒国有股减持概念个股的浪潮。而指数是逐盘下跌的，也就是随着股市国有股对股市供给的增加，平均股价逐步降低。这对中国股市无疑是一场大的灾难，无疑是人人可预期的系统风险。所以 T+1 减持国有股就是对我中国股市的休克疗法，是推倒重来，中国股市可能将被 T+1 减持而推倒。

再看国有股递进流通方案，因为卖出权受到了时间限定，因此两种股票有差异性，是两种商品。这两种商品之间不是完全可替代品，是不同商品。递进流通股由于有卖出的时间限定，因此持股风险很大，买者要慎重考虑；与 A 股相比存在风险折价，因此价格比 A 股价格低。比如深科技（000021）当前 A 股价格为 10.42 元，其国有股在递进流通市场价格大约为 7 元。国有股原本是不流通的，变为流通必然升值，递进流通股价格在理论上高于国有



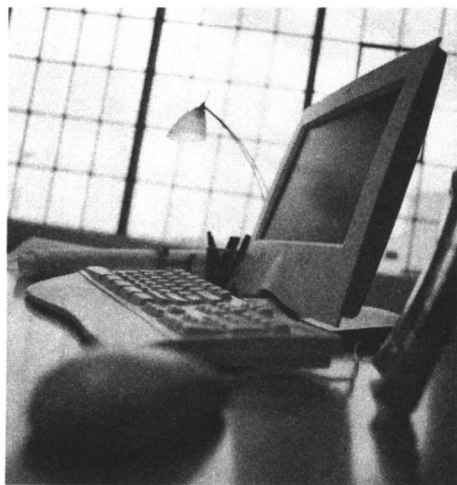
股协议转让价，而低于国有股 T+1 市价减持，是中档价。这样，国家通过对自己卖出的股票的流通权的限制，真正实现让利与民。而不是通过 T+1 流通来掠夺股民，让买方按较低的中档价买到国有股。而且，由于国有股递进流通市场与 A 股市场存在风险差别，二者是两个不同风险水平的市场，两个市场风险水平上层次分明，二者不存在套利关系，因此国有股准流通价格虽低，但它不会降低 A 股的价格。由于国有股可流动了，在流动中公司的外部控制与内部治理关系就会得到优化，公司的民营化与证券化必然带来经营绩效与利润的提升。这样，国有股递进流通市场通过对公司经营素质的提升，进而达到对 A 股股价的提升，所以递进流通市场的创设对 A 股市场是一大利好。

总之，国有股递进流通市场的创设将因创设一种新的金融投资品种，创设了一种与 T+1 流通着的 A 股不同的新的股票，而防止了国有股简单的 T+1 在 A 股市场的流通对现有股价的冲击。同时还形成了产权的流动，构建公司控制权市场与公司重组购并市场，以此来改善公司治理结构与公司素质，提升公司业绩，达到提高 A 股股价的目的。这符合我国国有股减持的两大主要目标。

金融资本与产业革命：王者和侍女的角色轮回

黄一义

以史为鉴，可以知兴替；特别是那种宏观叙事式的历史鸟瞰，尤其具有鉴往知来，启人心智的力量。经济和金融研究也不例外。早在 20 世纪 20—30 年代，就有康德拉季耶夫和熊比特两位大经济学家试图对工业革命以来 150 多年的产业和金融发展进行整体把握，从中发现某种规律性、周期性的东西，以帮助人们理解现在并预测未来。在他们的工作以后，人类已完成了一次产业—技术革命，并开始了另一次产业—技术革命。与此同时，历史也给我们留下了更多可供总结的经验。上承两位伟大思想家的遗绪，英国苏塞克斯大学创新研究所的两位经济学家近年为我们奉献了两本关于产业—技术革命大历史的著作。一本是该所所长克里斯·弗里曼的《时光流逝：从工业革命到信息革命》，另一本是该所女学者卡萝塔·佩雷兹的《技术革命与金融资本》^①。两本书各有特色：弗里曼的著作阐发了历史，特别是技术—产业变革对经济学的意义，深刻地批判了主流经济学的抽象性，同时详细地讨论了技术革命的历史；佩雷兹的著作不仅有对技术革命的模式化概括，而且继承熊比特的传统，拿出一半以上的篇幅专门讨论金融资本与技术革命的关系，金融投资界的读者对此可能会更感兴趣。



两人对历史上技术—产业革命的概括大体相同（见表 1 和表 2）。所不同的是：佩雷兹的概括更为风格化。她首先定义了一些标志性事件，称之为“大动静”（big bang），以此来确定每次技术革命的起始日期。例如，上一次技术革命的 big bang 是福特第一辆 T 型车的下线，标志着大规模生产和消费时代的降临；最近一次技术革命的 big bang 则是英特尔发布了第一块芯

^① Chris. Freeman et al: As Time Goes By: From Industrial Revolution to Information Revolution, 2001; Perez, Technological Revolution and Financial Capital, 2002