

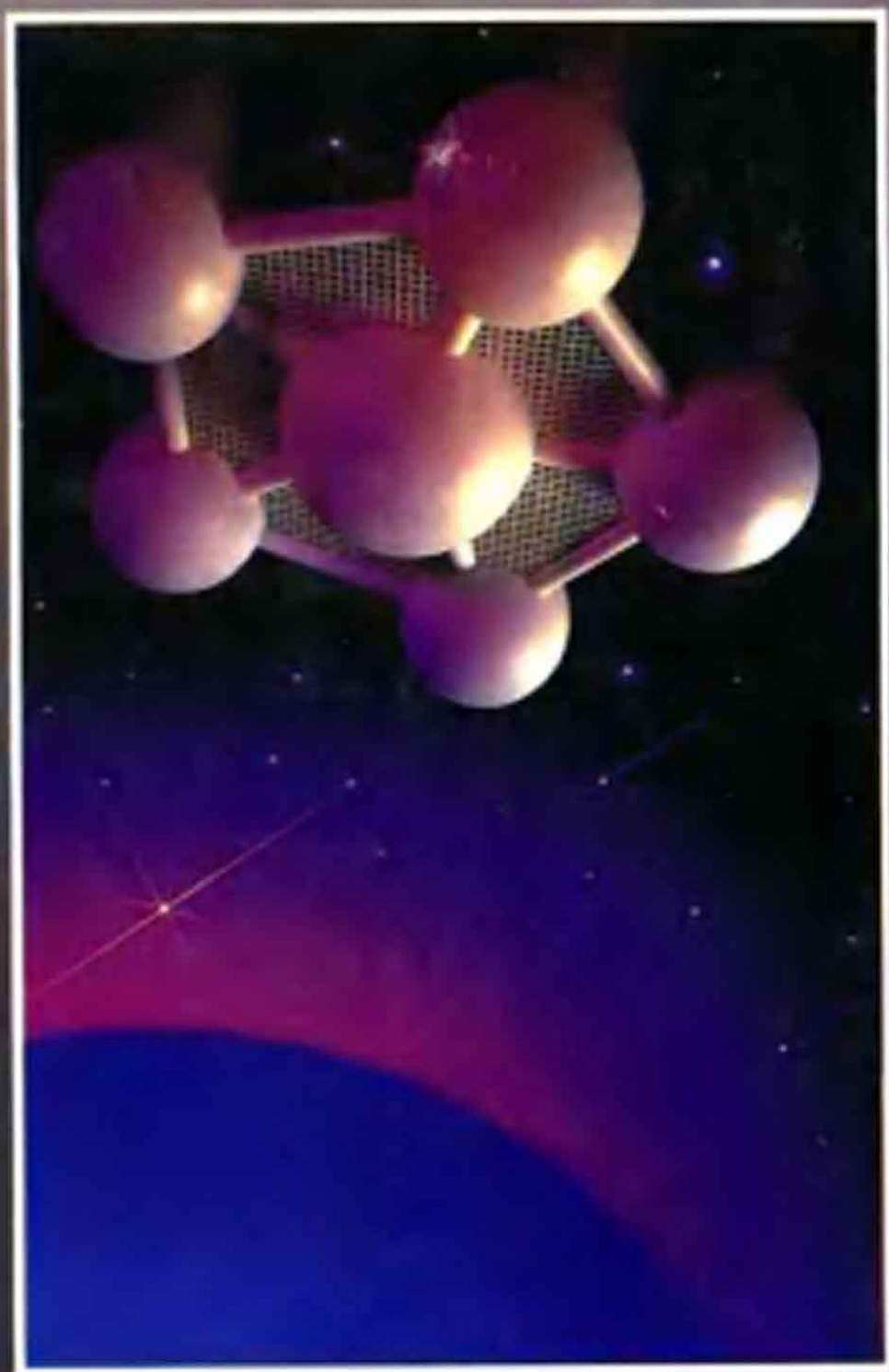
GU FEN ZHI DE AN

DING XING YAN JIU

股份制

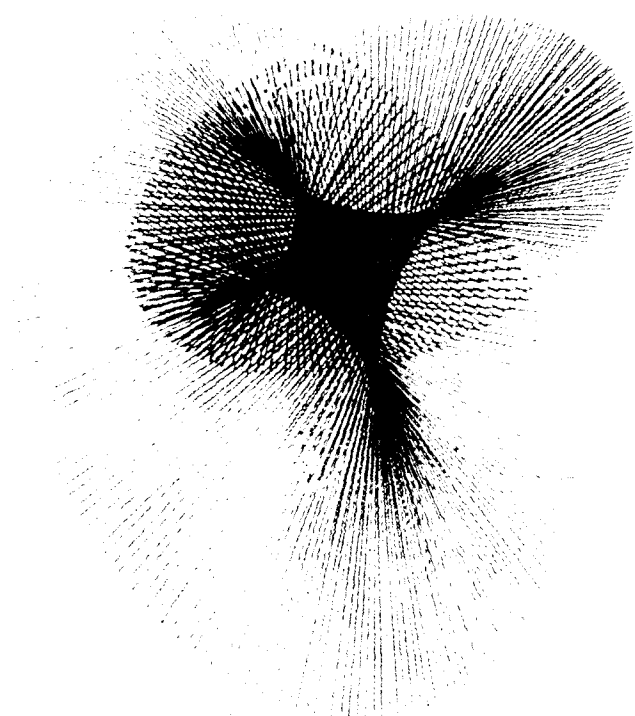
的安定性研究

李维安 / 著



股份制的安定性研究

李维安 著



陕西人民出版社

(陕)新登字 001 号

股份制的安定性研究

李维安 著

陕西人民出版社出版发行

(西安北大街 131 号)

陕西省新华书店经销 西北大学印刷厂印刷

850×1168 毫米 32 开本 7.75 印张 17 插页 183 千字

1995 年 12 月第 1 版 1995 年 12 月第 1 次印刷

印数:1—2500

ISBN 7-224-03893-8/F·482

定价:14.00 元



序

李维安博士的专著《股份制的安定性研究》，是在他的博士论文的基础上经过补充、修改而成的。他的选题对于长时期不了解股市为何物的中国人来说是很新鲜的，也是很有意义的。记得他的博士论文在征求同行专家评议时和在博士论文答辩时，专家们所给予的评价都是很高的，不仅对选题，而且对内容的严谨性和分析的深度也都有一致的好评。写到这里，我想谈一点我们之间在这个问题上的关系。最初他在我的印象中，是一位勤学不倦的青年，这个印象一直保留至今。他在南开大学经济系攻读硕士学位时，在朱光华教授的指导下就选择了“论股份制”的题目（该论文经修改后也出版了）。在当时的情况下，我认为这个题目选得很好，值得研究下去，这不仅是力了澄清社会上一些模糊认识，更重要的是在今后中国的建设实践中，非常需要这方面的知识和经验作为指导。所以，当他攻读博士学位研究生时，我便支持他仍沿着这个已经开拓了的题目探索下去。特别是当他作为访问学者被派往日本一桥大学进修时，我再一次向他提出，希望他认真学习日本股份制的理论和实践经验。现在看来，他是这样做了，而且从他的论文来看，做得还很有成绩。对此，我深深感到

由衷的喜悦。尽管他在日本写作论文时,我并没有给他多少帮助,但是他能充分地利用日本市场经济这个有利的环境,在平田教授指导下独立地钻研,使自己在学识上越来越成熟,这是很令我欣慰的。

李维安博士目前在日本庆应大学攻读第二个博士学位,我从他那里了解到庆应大学在财经科学方面以突出应用性和操作性而著称于海内外。很显然,他在该校的进一步深造,不仅有利于把理论功底打得更加扎实,而且对实际操作技巧和实践经验也能够有所掌握,既有字又有木,这是一个难得的机会,当然不应轻易放过。因此,虽然由于攻读第二个博士学位,须在日本停留较长时间,但是作为他的导师,我支持他继续在日本深造的打算和行动。中国社会正处在一个大转折、大变动的过程,经济建设正处在大发展时期,经济体制也正在经历由计划经济向市场经济的大转变,在这个宏伟历史过程中,许多事物、许多问题(包括股份制在内),对于我们来说都是新的,都是不熟悉的,因而迫切需要许许多多的行家里手来从事这些万面的创建工作,以求减少失误,提高效率。我相信像李维安博士这样好字不倦的青年学者,一旦学成归国,不愁无用武之地,完全可以适应国家、社会的需要,作出自己的贡献。当这本著作即将出版的时候,我写这些话一来是力了表示祝贺,二来是企盼他在获得第二个博士学位后早日归来,施展自己的才能。

谷书堂

1995年3月10日



内 容 提 要

本书首先提出股份制安定性的命题,基于对发达股份制安定形态和中国股份制实践的比较分析,界定了这一领域的一些重要范畴;对建立股份制安定性的基本理论框架进行了探索;最后提出了中国股份制安定性取向的理论与对策。

全书分力四章:第一章力命题的提出与基本概念的确立;第二、三两章分别探讨公司股权安定性与股市安定性及相互关系;第四章是对中国股份制安定性的分析研究。主要观点及相应进行的理论新探索,概要介绍如下:

第一章 作力开篇,在前人研究成果的基础上,独立提出了股份制安定性研究的新课题,定义了这一领域的基本概念,力后面的分析作了理论铺垫。本章的开拓性研究主要在于以下三个方面:(1)关于股份二重性研究,即由对股份使用价值的分析,导出其内在安定性与投机性的二重性。(2)关于股东二重化研究,即通过对股份二重性外在化条件的分析,阐明安定股东与不安定股东的二重化机制。如果说股份二重性隐含了二重职能分离的可能性,而具有不同持股目的的股东群的存在,则使这种分离成力现实。(3)提出并界定了股份制安定性研究的一些基本概念

与范畴,如安定性与非安定性、适度安定与过剩安定、安定股东与非安定股东等。

第二章 公司股权的安定性。本章从安定性的新视角,实证分析了影响公司股权安定结构的诸因素,提出了公司股权适度安定构造等观点。(1)在法人股东安定性的实证分析中,通过对机构投资者与企业投资者股份投资特征的比较,揭示出企业法人的安定股东性格。(2)对银行、保险公司持股的安定性分析上,得出了独到的见解。(3)在对国外职工持股理论的回顾和模式比较的基础上,从安定性的角度阐明了职工作为安定股东的特殊性格。

第三章 公司股权安定性与股票市场安定性。本章主要从股权结构安定与股市安定相互作用的角度,研究两者的相关关系,独立提出并论证了公司股权安定构造对股市安定的传递效应。(1)基于实证比较,阐明企业法人与机构法人对股市安定影响的差异,揭示了从公司安定性到股市安定性的传递机理。(2)论证了过剩安定与股市泡沫化生成的因果关系。这种关系可以表述为:股权安定化→浮动股票缩小→股价单向上升→股市的安定化→股市的过剩安定化→个人股东的退出→股价的过度上升→泡沫经济生成→泡沫经济崩溃→浮动股的增加→股权的安定化→……(3)通过对丰田、日产等10家企业法人和住友、大和银行等金融法人经营财务实态的分析,揭示了安定股份的财务弹性效果。即如果在一定时期,按时价抛出长期持有的安定股份,便能实现大笔可由经营者自由支配的帐外价值。实际上经营者一般是在经营不景气等不得已的情况下,于决算前实现这种帐外价值,用以填补经营赤字,或充当股息发放的。这种安定股份在企业经营财务上的作用,就是作者所要分析的安定股份的

财务弹性效果。(4)基于大量的实证分析,解开“安定股份的买进能引起股价的提高,而安定股份的卖出却一般不带来股价的下跌,且安定股份的性质得以维持”之谜。原因主要在于与最初普通股份转力安定股份的买进不同,安定股份的卖出通行的是不同于一般交易的特殊交易形式。这种以内部交易为特征的交易形式使这种卖出与市场的供求关系相隔绝,股价仅仅被市场内的供求关系所决定,无法反映安定股份的卖出关系。从而形成了由安定股份买进上升的股价,在安定股份卖出时却不下跌的机制。显然,这也是安定股份流通条件下,安定性得以维持的原因之一。

第四章 中国股份制形态的安定性取向。在前面已对股份制的安定性进行了一般分析和形态比较的基础上,本章探讨中国股份制的安定构造和形态取向。这个领域在国内尚属空白,本文提出了以下理论见解和实际对策。(1)首先提出选择和设计适合中国国情的安定形态和构造的分析基点。(2)提出了中国股份制存在“二重构造”的新见解,并以此为主线通过实证剖析了公司股权的过剩安定与股票市场的不安定;股权安定结构的主动调节与被动调节;二重构造下的投机过度,发行市场的泡沫化等关系。(3)在对股份所有权分裂机制的分析中,提出不同于“传统国有制所有权缺位”论的观点,认为国有股份制改革的万向之一应该是支配所有制的弱化。(4)提出国有股权的适度安定构造的理论,包括规模的适度安定构造与内涵的适度安定构造。从规模的角度上看,国有股权由过剩安定到适度安定的核心是增量分散化与存量分散化的并举;从内涵的角度上看,迫切的问题是国有股权的内部构造特别是作为国有股权运营层的各类控股公司功能的设计。在对国有股权分散化的结构问题分析中,提出在分

散化的同时应进行安定股东工程和在重要产业中导入“最佳持股比率”的对策。(5)在中国股份制安定形态的取向上,认为应兼具美日形态的长处,建立短期灵活的本公司股与长期稳定的法人相互持股有机配合的安定性构造。力阐明这一中国股份制安定性理论的最核心问题,提出现阶段我国的法人化应由单向持股向相互持股发展;通过发挥法人相互持股的资本节约效应可以缓解公股上市的冲击;应从作为安定对策的新视野重新检查本公司股的设置问题等新见解。分析提出了对现有的企业股(集体股)的规范化对策。(6)在本文最后部分关于股票市场安定性构造的分析中,主要就二重构造并轨的必要性和成本、如何造就安定性投资者、机构法人的安定操作进行了论证。

在对内资股与外资股分割交易的买态进行买证分析中认为,在现有的外汇管理体制下,B股的发行和交易,有利于吸引外资,并在客观上促进了国有股权过剩安定状态的缓解;但另一方面,引出同股不同价等一系列将成力股市长期的不安定的因素。与到国外股市上市或发行外币债券等吸引外资的形式相比,应该说从长期看,我们为B股这种不规范交易形式所付出的代价将是沉重的,并指出A、B股交易并轨的一个现实成本是由于A、B股差价所造成的B股的较大溢价。在解答“为什么应该成力股市安定因素的机构法人,却在近期的股市上扮演了不安定的角色”的实践问题时,认为主要在于目前的“机构托盘”是一种强加于机构的行政性行力。而且机构对股市的安定职能,应该是一种机构基于自身利益的经济性行力,即主动的安定操作。这主要是通过股市上的某种“领价作用”来买现的。

1

绪 论

1.1 股份制安定性问题的提出

股份制的安定性问题是这样一个课题：

——许久以来，股份公司与股市在多数市场经济国家都是最重要的经济现象，渗透到整个社会经济生活的每一个角落；个人、企业与机构都自觉或不自觉地影响着它们。从它们的变动中，人们窥视着一个社会从经济到政治的气候。而在这种变动的深层次上，我注意到似存在一个隐蔽而核心的问题，这就是由股份支配属性决定的安定性与由股份的收益属性所决定的不安定性（投机性）的问题。正是这种股份的二重性，使股东二重化为安定股东和不安定股东，并进而决定了不同的股份制形态在股权的安定构造、公司组织的安定构造和股市安定构造上的差异。对这些问题的追根求源，显然有利于从更深层上认识和把握股份制的运行。

——当今世界，经济社会出现的许多重要现象：日本由过剩安定导致的泡沫经济风潮、美国的经济衰退、独联体和东欧

国家全盘私有化基础上推行股份制等等，几乎都与股份制相关联，特别是中国正面临走向市场经济中的股份制取向问题。自基于分担风险的目的，而却又充满风险的股份制问世后，其安定性特别是股市的大波动，往往成为人们关心的首要新闻。所以，适度安定性如何应该是我们选择股份制形态的一个重要参数，股权的安定构造、公司组织的安定构造和股市的安定构造是培育股份制的的一个重要方面。从而股份制的安定性问题，无论从哪个角度来看都已被推到现实经济生活的前沿。

——经济学历来都没有忽视对股份制的研究，从而奠定了一定的理论基础。但在股份制的安定性问题上，目前国际上都停留在可称为“具体安定形态”的研究上，诸如对“日本的安定股东”、“美国的本公司股”、“德国的非公开公司”等等的卓有成效的研究。却很少有超越于这些具体形态层次的对股份制安定性的一般研究的成果。可以这样说，虽然关于股份制的研究在世界上已是一个老课题，但单就股份制安定性的一般研究来说，却又是一个有待开拓的崭新课题。

基于这样的背景，我选择了这个重要的、现实的、在理论上尚属空白领域的研究课题，来作为本书的主题。

进行这个课题的研究，在理论上我瞄准的是那些前人尚未系统探索的空间，如“股份的安定性与非安定性”；“各类股东的安定性问题”；“适度安定与过剩安定”的区分与分析等，直到建立股份制安定性的理论框架，从而为股份制问题的研究，尝试性地确定一个以安定性为核心范畴的理论体系。在实践上，试图能通过说明国际上股份制的既有实践，来进一步为我国的改革探索提供理论上的指导与帮助，着意于讨论我们应当选择与培育什么样的股份制安定形态、怎样去选择和培育；以及探讨

适度安定性、股权的安定构造、公司组织的安定构造、股市的安定构造等现实问题。

1.2 分析的方法和思路

选择这样一个课题，对在国外留学的我来说存在一些有利因素，这就是我既可以充分利用六七十年代日美法人持股、机构持股大发展时期的许多统计资料，又可身临其境地对比最近日本在发生股市风潮的社会背景条件下显露出来的种种现象。可以吸收西方发达国家有关的研究成果；同时我又能够充分重视并关注到国内近几年在这个方面进行的宝贵的实践探索。

1.2.1 分析的前提

——以中日两国股份制的分析为中心，而在考察发达股份制安定形态特别是日本法人相互持股等形态时，则采取与美国股份制安定形态对比的方式进行。

——在公司可能成为收买对象条件下，分析影响公司安定性的因素，设计其安定自卫机制。将作为股份公司的安定性从企业的一般安定性概念中分离出来，从而撇开了构成企业一般安定性的要素，如一般经营状况、技术开发、市场竞争力等要素。

——影响股市特别是股价安定的因素很多，而本书的第三章主要是从股权结构安定与股市安定的相关关系的新视角来研究股市的安定性的。

——实证分析中，尽量采用最新统计资料。但在第三章里用的有关日本统计数字主要以 70 年代末和 80 年代初的为主，

这主要是基于这个时期为法人相互持股等安定形态发展的高峰期，80年代后半期则开始出现衰败迹象的认识。因为成熟期的安定形态，各种特征表现得最为明显。

1.2.2 分析的方法

进行这个课题的研究，从现实出发选择的经济学方法论是多角度的：

——动态非均衡与均衡分析方法的有机结合。多年来，非均衡与均衡的问题一直是经济理论界讨论的热点之一。针对瓦尔拉假设存在着完善的市场和灵敏的价格体系条件下自然达到的均衡，许多经济学者提出“非均衡”或“反均衡”的理论。这种由分析方法引起的变革，使经济理论的分析更接近于现实经济，其意义是巨大的。

凯恩斯于1936年出版的《就业、利息和货币通论》，利用非均衡分析对资本主义存在的经常性失业等问题进行了开创性的研究^①；科尔内在《短缺经济学》著作中，用反均衡的分析方法，系统分析了社会主义短缺经济机制^{〔注₁〕}；国内经济学者亦运用非均衡的方法，对体制转轨、向市场经济过渡中的种种经济问题进行了有新意的分析^{〔注₂〕}。

我认为上述研究轨迹应使我们得出：A. 对瓦尔拉绝对均

① 参见〔英〕凯恩斯：《就业、利息和货币通论》（中译本），商务印书馆1983年版。

〔注₁〕〔匈〕科尔内的反均衡的分析方法早期主要表现在《反均衡》一书中，其代表作为《短缺经济学》（中译本），经济出版社1986年版。

〔注₂〕在我国经济理论研究中较早突出强调动态非均衡分析的方法，并将其上升为垄断竞争动态非均衡方法，贯彻到理论研究中的被认为是谷书堂教授主编的《社会主义经济学通论》，上海人民出版社1989年版。

衡的否定，意味着作为我们研究对象的现实经济是本质上非均衡的经济，由此承认非均衡第一的观点。B. 对瓦尔拉均衡的否定，并不意味着对一切均衡的否定，而是在承认经济的非均衡性质的前提下，重新定义均衡的概念、均衡的分析方法。C. 均衡是动态的、相对的概念，是种种对于非均衡而言的相对稳定的状态或过程，也可以说是偏离瓦尔拉均衡点的种种常态。D. 在实际的经济运行中，追求相对均衡可以说是不论宏观调节还是微观管理的目标之一。即使在赤字财政下，也要年年设计可以容忍的赤字范围。

从上述动态非均衡与动态均衡的方法论出发考察市场经济的心脏——股份制，会发现经济的均衡与非均衡性在这里表现为安定性与不安定性的形态。股份公司最初出现的原因之一，是人们分担风险的愿望所致。但是股票市场这只老虎出笼后，却给人们带来了从未有过的风险。也许是证券市场上与投机性相伴的不安定性太强的缘故，在这里人们的安定性期待也表现得非常强烈。所以，这种安定性成为本书的研究主题，当然它是在与不安定性的相互关系中被研究的。而且在对安定性的界定中，把它作为动态的、相对的范畴，是种种对于非安定性而言的相对稳定的状态或过程。如在对股市安定性的分析中，不仅把围绕实际资产价格波动的股价变动率作为测定安定性的参数，而且把股价单向上升的常态也归于广义的安定性范畴。因为使手中的股票稳定增值，也是股东重要的安定性期待。显然这里不仅有个动态、相对均衡的方法论问题，而且注意到经济学研究人的活动从而总离不开对人的行为原因与动机的分析。

——比较分析方法的运用。本文既吸收了前人的研究成果，而又不同于前人的研究之处在于，把目前分别以“安定股东”、

“本公司股”等为对象的独立、分割的研究结合起来，通过比较分析，揭示制约它们成为具体“安定形态”的深层原因，即股份的二重性与股东的二重化。近几年来，我在日本主要研究以法人相互持股为主的安定股东构造，了解到在这一领域像我们所熟知的奥村宏教授等学者的丰富研究成果。^①但他们在实证分析了“日本式”的这一“特别现象”后，并没有向深层次的研究发展。限于这一点，虽然有些学者也试图用股份的支配属性来解释安定股东的存在，但由于受制于单纯以日本的安定形态为研究对象，因而不能从一般意义上阐明股份二重性与股东二重化同各种具体安定形态的关系。后来了解到一些欧美学者在研究本公司股或非公开公司的方法上类似于日本学者。所以，我萌发了在这些具体的安定形态之间“搭桥”的想法。促使我这样做的另一个重要原因，就是我国股份制改革进展提出的要求。因为在我国股份安定形态的取向上，目前通行的按“国际惯例”的原则好像并非有助于问题的解决。因为日本主要实行的是公司法人相互持股的安定构造，美国是以必要时买回本公司股为主要措施的安定构造，德国则是以非公开公司为主的安定构造。也就是说，在美国公司法人相互持股特别是银行对企业公司的持股是违法的，而在日本最近才刚刚取消对购买本公司股的禁令。何为“国际惯例”？很难作出明确判定。因而我们只有从本国股份制的安定现状分析出发，选择和设计适合自己国情的安定形态和构造。而要这样做，吸取不同安定形态的长处，就要解决它们之间的兼容性问题。为此，本书通过比较

① 参见〔日〕奥村宏：《日本的股份公司》（东洋经济新报社）、《法人资本主义的构造》（现代教养文库）、《法人资本主义》（朝日文库）、《企业买收》（岩波新书）等著作。

分析，揭示了各种形态所共同具有的股份制安定性的命题，建立了安定性理论的一般框架。然后，又回到中国这个个别。在中国股份制安定形态的取向上，认为应兼具美日形态的长处，建立短期灵活的本公司股与长期稳定的法人相互持股有机配合的安定性构造。

——实证分析与规范分析有机结合，以实证分析为主。在对股份制的安定性这个全新的研究对象的分析中，依次通过案例分析、经验探讨和理论研究的三个认识层次，力图使本文出现的解释系统化并以大量的实证材料为基础。开始先验证了股份制安定性的命题，进而通过对股份二重性外在化条件的实证分析，阐明安定股东与不安定股东的二重化机制。这些分析以及后面对中国股份制安定性实态的分析，构成了本书的主体部分。但这并不意味着本书仅停留在这种说明“是怎样”和“为什么是”这样的实证分析上，作为置身于中国改革洪流中的经济学研究者的使命感，使我不能回避“应该怎样”的规范性问题，就我国股份制的安定性取向，提出了诸如国有股权从过剩安定到适度安定、安定股东工程与最佳持股比率、法人持股由单向到多向的转移、在一定范围和一定时效内允许本公司股的取得等一系列对策。这些政策性建议，无疑也是本书研究的重要目的之一。

1.2.3 研究展开的基本思路

本书的全部出发点在于区分股份的安定性与投机性，进而将股东二重化为安定股东和不安定股东。由此，探讨了公司股权的安定性，对企业法人股东、机构法人股东、个人股东的持股动机和行为进行了实证分析比较，分别界定了他们在安定性

上的特点。在这个基础上，探讨了股权结构安定性如何关联并影响股市的安定性，在解答股市之谜的过程中揭示了安定股东间股份流动的特殊功能。从而奠定了股份安定性理论的主体框架。

本书把落脚点放到了中国股份制安定性形态的取向问题上，提出在这方面没有完全一致的国际惯例可循，必须从本国实际出发，把适度安定性作为一个基本参数，系统而正确地进行股权的安定构造、公司组织的安定构造、股市的安定构造。书中对现实中国股份制的二重构造进行了剖析，提出国有制改革重在弱化支配所有权的“股份所有权分裂”说；论证了国有股权实现从过剩安定到适度安定所应采取的对策，特别是从增量到存量的分散化、安定股东工程与最佳持股比率多层次功能配置；要兼具美、日等不同股份制国家的长处进行中国的股份制改革，在现实资本短缺而又必须防止被外国资本过度控制的国情之下，必须发挥横向法人相互持股的优势及其缓冲股市崩溃的功能，探索出一种短期灵活的本公司股与长期稳定的法人相互持股相结合的中国式股份制安定形态。

全书分为四部分。第一章作为开篇，在前人研究成果的基础上，独立提出了股份制安定性命题，定义了这一领域的基本概念，为后面的分析作了理论铺垫。第二章探讨公司股权的安定性。从安定性的新视角，实证分析了影响公司股权安定结构的诸因素，提出了公司股权适度安定构造的观点。第三章主要从股权结构安定与股市安定相互作用的角度，研究公司股权安定性与股票市场安定性的相关关系，独立提出并论证了公司股权安定构造对股市安定的传递效应。第四章在前面已对股份制的安定性进行一般分析和形态比较的基础上，探讨中国股份制