

国有股转流通问题的 实质是修改金融契约

——兼论中国股市金融压抑解除之道

冯 昫¹, 郭洪涛²

(1. 广东农工商职业技术学院 财经系, 广东 广州 510507;

2. 华南师范大学 经济管理学院, 广东 广州 510631)

摘要:股市的金融压抑必定需要通过国有股转为流通股解除, 转为流通股实质上相当于修改金融契约, 这是中国股市当前最大的系统性风险。在股市自由化过程中国家应注意协调与平衡利益关系, 通过建立国有股准流通市场, 树立股民的制度转轨预期, 消除由计划股市向市场股市转轨的制度性风险, 实现股市制度的平稳转轨。

关键词: 国有股; 风险; 金融约束; 金融契约

中图分类号: F820; F276.3

文献标识码: A

文章编号: 1008-5831(2004)04-0032-04

The Essential of Transaction of the State-owned Stocks Is to Modify the Financial Contract

——And on the Ways to Release the Finance Restrict

FENG Yun¹, GUO Hong-tao²

(1. Department of Finance, Guangdong AIB Polytechnic College, Guangzhou 510507, China;

2. College of Economics and Management, South China Normal University, Guangzhou 510631, China)

Abstract: Transaction of the state-owned stocks is the only way to release the finance restrict of the stock market. While, the essential of transaction of the state-owned stocks is to modify the financial contract, that is the biggest systemic risk of the stock market of China at present. The authorities should coordinate and balance the interests relations during the stock market liberation. The stable transition of stock market system will come true by establishing the quasi circulating market of the state-owned stocks, by setting up stock owners' expectation of the transition of stock market system and by avoiding the system risk of the transition of stock market from a planning one to a marketable one.

Key words: state-owned stocks; risk; finance restrict; finance contract

一、金融压抑理论与股市金融压抑解除的目标

金融压抑这一术语, 是 20 世纪 70 年代由两位经济学家在其著作中分别独立提出来的, 其一是爱德华·肖的《经济发展中的金融深化》(1973), 其二是罗纳德·麦金农的《经济发展中的货币与资本》(1973 年)。金融压抑含义是: 拥有决策权力的政府对金融市场价格和交易进行干预, 以扭曲金融体系中的市场机制, 来实现政府的经济发展战略, 但从实行的长期效果看, 金融压抑破坏了稀缺资源配置的市场机制和价格体系, 使得国内资本市场和货币市场长期处于受压抑的状

态, 不能发挥金融体系有效配置资金的功能, 从而影响经济增长和经济的长远发展。^[1]

金融压抑在我国银行领域主要表现为长期的信贷规模计划配额管理及利率管制。在我国股票市场上主要表现为, 一是管制的股票发行制度, 尤其是对流通股发行量的人为的随机性管制, 二是与之相对应的国有股、法人股等非流通股与流通股同时存在的复合发行制度。股市金融压抑必须解除, 方能实现我国股市的市场化变革, 改善股市对经济的配置功能。我国股市要市场化、解除行政管制, 实现股市的基

本自由化需要对应地做到两点:一是将管制的股票发行制度转化为市场化发行制度,实现对发行管制的解除与基本自由化;二是将国有股等非流通股转化为流通股,消除当前上市公司控制权市场“半身不遂”的弊端,实现股市的全流通,真正建立起资源配置市场,使股市成为金融市场的核心,市场经济的核心。

二、我国股市金融压抑政策历史概述

分析国有股、法人股的产生历史及现状,可以看出我国股市脱胎于计划经济,股市适应计划经济体制的特征明显。

中国证券市场发展初期出于保证公有制性质和保护国有资产考虑,把上市公司股份分为流通股和非流通股两部分,这一划分在中国证券市场和上市公司后来的发展过程中被保留下来,有关证券市场发展的政策法规都不同程度保留了这一规定。1992年5月5日原国家体改委、国家计委、财政部、中国人民银行、国务院生产办印发的《股份制企业试点办法》提出了这个概念,同时,原国家体改委印发的《股份有限公司规范意见》也对这两个概念进行了一定的解释。针对各界的要求,1994年3月11日,国资企发[1994]9号《关于印发〈股份制试点企业国有股权管理的实施意见〉的通知》(以下简称“通知”)对此进行了详细说明。但1994年7月1日实施的《中华人民共和国公司法》(以下简称“《公司法》”)并没有界定国家股、法人股,也没有否定国家股、法人股,而是采用了承认既成事实的态度,如规定公司向发起人、国家授权投资的机构、法人发行的股票应记为记名股票,并记载该发起人、机构或法人的名称,不得另立户名或代表人姓名记名。1994年7月27日证监会发布[1994]161号《公开发行股票信息披露的内容与格式准则第5号〈公司股份变动报告的内容与格式(试行)〉》,根据《通知》:国家股指国家拥有的股份,即有权代表国家投资的政府部门或机构,向股份制企业出资形成或以法定程序取得的股份。法人股是指具有法人资格的企业以其依法占有的法人资产向独立于自己的股份制企业出资形成或以法定程序取得的股份,即法人拥有的股份;其中国有法人持有的股份可进一步称之为“国有法人股”,该通知规定:归国家拥有或归国有企业拥有的股份统称为“国有股”,包括“国家股”和“国有法人股”两类;至此,以非流通的记名股票形式存在的国有股法律法规体系基本形成。^[2]同时国家还规定了国有股的绝对与相对控股地位的数量指标;规定了对国有股权的管理,对国有股权结构和持股单位资格的规定;对国有股权的转让进行限制,这些制度规定共同构成了国有股、法人股等非流通股与流通股同时并行的复合发行制度。

国有股、法人股等非流通股与流通股同时并行的复合发行制度,使得在发行过程中事实上同股不同资、同股不同价。《中华人民共和国公司法》(1993年12月29日第八届全国人民代表大会常务委员会第五次会议通过)第一百三十一条规定:“股票的发行,实行公平、公开、公正的原则,必须同股同权,同股同利。同次发行的股票,每股发行条件和价格应相

同。任何单位和个人认购的股份,每股应当支付相同价额。”这里的同股同资的规定,在实际中并没有得到执行,许多上市公司在发行流通股时,采取溢价发行的方式,每股发行价格是净资产的2-5倍,严重脱离托宾 $Q=1$ 的常态,违背了从长期平均来看股票市价等于净资产价格的股市常态与规律,造成国家股、法人股和公众股同股不同资现象。而这些都由于国家对股市发行、供给规模的行政管制所造成股市供求不平衡。股市建立初期,正是我国经济社会处于货币化与证券化的初期,公众对股票的需求量很大,但我国出于对政治经济改革进程的各种考虑,对股市发展采取严格的规模与额度的计划控制政策,造成流通股供不应求的市场状态,流通股才得以高出正常托宾 Q 值几倍的高价发行出去,造成股票市场从初始时就极为扭曲。

这种股权割裂与复合发行制度一直延续到今天,随着股市规模的扩大,在国民经济中地位的日益突兀,这一问题已成为不可回避的金融经济宏观结构问题。棘手之处在于股市解除管制实现自由化,股价会有巨大的落差,会对股民利益造成巨大冲击。

三、我国股市金融压抑解除的利益问题分析

当前我国股市政策的目标是解除金融压抑政策,实行自由的股票发行制度,在旧制度向新制度转轨过程中,我们要注意从计划股市到市场股市的金融转轨对社会公平的影响。

当前由计划股市到市场股市的转轨过程中对流通股股民存在巨大的经济利益反差与冲突,国有股转为流通股问题不仅是改善社会经济运行机制的技术性问题,还是涉及收入公平与分配的社会性问题。在股市建立初期,股票供给由国家通过管制性发行制度控制着,而股民对股票这种金融资产的需求很高,股票市场供不应求,造成对股民得以高价发行流通股。股票的配给制是金融压抑在股市的表现,股民高价买流通股,而只能得到很低的回报率,这是金融压抑的一种表现;在这个过程中,国家将股票发行的额度配给国有企业,将资金导向国营企业,支持其股份制改革,国有经济成分在计划股市政策的安排下,以非流通股的低价获得与流通股相等的权力,分得流通股股东支付的溢价形成的资本公积金,转赠股本后国有股每股净资产大幅度增值,这种向国有经济成分倾斜的资金配给制,本质上也是一个经济所有制成分的逆民营化过程,是国家以政策手段对私人财产的国有化过程,不利于资源优化配置。

现在我们拟国有股由不流通转为流通,发行制度也要市场化,如图1所示,股票的供给就由管制发行制度的a线变为自由发行制度的b线供给规模,所以A股价格必然降低,而国有股价格必然上升。即使达到自由发行制度决定的托宾 $Q=1$ 的状态,国有股价格也至少由发行前的折价1元1股上升到流通股溢价发行后每股净资产高度水平。所以可以说,国有股转流通就是国有股东以计划发行制度下的计划低价入市,套得股民溢价的资本公积金后,以自由发行制度决定的托宾 $Q=1$ 每股净资产水平高价离场的过程。简言之,计划低价入市,市场价格出市。

图中所示:

Q1—国有股原值

Q2—市场化后国有股与A股相同的净资产价值

Q3—A股当前价格

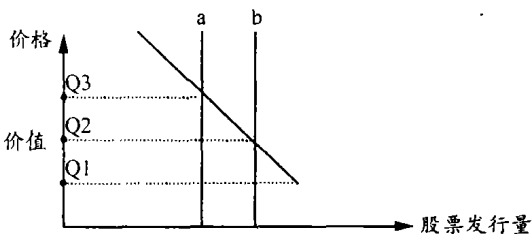


图1 国有股流通后A股与国有股价格的变化

针对这种不公平情况,许多人提出了以净资产价值减持的所谓的非市场价格出售方案,但无法解决问题,最后都是市场价格方案,不过是出售的对象问题而已。因为市场还是那个市场,市场的质没有变,在那个市场增加股票供给,必定打击整个股市的指数。不过对流通股东减持,初期几个方案的流通股东可能会发财投机,而整个指数是持续下滑的。试想深沪两市所有股票为你一个人所有,现在国家要减持国有股,增加供给,你手中的股票的市场评价会上升还是下降?会下降!因为相当于国家剥夺了原赋予你的股票的垄断地位,因为你随时处于潜在出售者的地位;现在国家剥夺了你的特权,也作为一个供给者,基本达到市场化自由发行制度,你的垄断高价就保不住了,因此你的股票价格势必下跌、贬值。这种状况可称为初次出售减持价格无关论,也就是只要是在这个市场减持,即使初次出售价格是净资产减持,其本质还是市价减持,这个股市的价格必跌。只要在这个市场增加股票供给,股票的价格必然以这个市场的定价机制所定,认识到这一点就不会为净资产减持方案欢呼与蛊惑。总之,同质的市场上,相同风险与收益的两种股票,必然有相同的价格,市场是在无套利规律作用下的。即使初次出售时是以净资产价格,假设是1元,也是短时间内一步窜升到位,假设是4元,如果出售对象是流通股股民,该股民可以在瞬间赚3元,但该股民未必是当初发行时给企业提供了资金的原始股东,也许仅仅是一个短线投机者;更有甚者高管、高官、券商凭“先知先觉”先买入该流通股,那赚钱的就是他们。所以国有股减持担负不起给原始股东这些年的损失以补偿的重任,这种目标是错误的,实践中不具可操作性,不要期望股市给任何人以补偿,股市无补偿功能。以净资产初次出售方案只会加剧中国股市的内幕交易成风,投机肆虐,再掀起一场内幕信息上占强势的大投机者剥夺小股民的浪潮,股市形象将更是雪上加霜,形成激励获取内幕信息的市场格局;大家都在刺探哪些公司先出国股减持方案,内幕信息将成为国有股减持过程中制胜的法宝。股市会形成一方面是拟实施国有股净资产流通方案的个股大投机、大涨,另一方面是股指持续下滑的状况。2004年4月份市场上流传四川长虹将推出国有股流通方案,其市场走势就印证了这一点,当时四川长虹连拉几个涨停板,而大盘却天天阴跌不止。所以净资产减持方案有害无益,不仅无法阻止股指的下滑,而且会带来个股的大投机,这种个股的上涨不是企业业绩的增长带来的,只是国有股流通方案先于股市上其他股票推出而已,这

种净资产减持国有股方案最明显的效果大概只是造成了一个神经错乱的股市,同时股指还与市价减持时效果一样,照跌不误。要想使国有股以低于市价的原则减持,必须构造出一个与当前A股市场风险度不同、收益率也不同的不同质的市场,实现国有股的异质市场减持,在异质市场间的无套利定价规律的作用下,才会出现国有股的低价减持局面。

国有股减持不应仅以非人性化的、非主体的改善公司治理结构为目标,还应兼顾体制转轨过程中的社会公平、社会稳定、防范金融危机等目标。改善股市运行机制与公司治理结构有利于实现股东长远利益的目标,但如果造成现时股价大跌,股票价格最大化是股民的最高利益,股东的当前利益得不到维护,就不能说维护了当前股民的最大利益。所以任何关注股民利益的人都应关注股价的反映,关注对股价的影响,以提升A股股价至少也使A股股价不下跌为目标。因此我们的股市政策应以公平与股指相对稳定为目标,而不仅仅是以改善股市运行机制与公司治理结构为目标,后者是一种无主体的目标。国有股减持具有社会性与政策性,要从防范金融风险、维护社会稳定的高度来对待国有股问题。

四、从契约经济学角度分析,国有股转流通问题实质上是将无限期、永久的普通债券契约修改为超优待可转债契约

从私法契约角度看国有股的流通问题。试想如果非流通股的所有人不是国家,而是私人,那么私人非流通股股东有权利修改金融契约,使非流通股由原来的不流通变为要上市流通吗?没有权利,没有法律依据,在市场经济条件下是不可能发生的事。例如社会法人股中,除股票发行前金融契约中写明的发起人股三年后可以转让外,其余由国有股协议转让产生的新法人股的上市尚缺乏法律依据,这类法人股的上市与流通问题将面对许多法律障碍,成为法律盲点,可能将成为经济金融法律领域难以解决的后遗症。所以许多研究者认为国有股协议转让不仅解决不了非流通股的流通问题,而且还将带来更复杂的法律问题。

如果将国有股由非流通转流通问题与可转换公司债券作对比,就可看出国有股转流通实际上是将国有股修改为一种以国有经济成分为持有主体的超优待可转换公司债券。我们看到,国有股产生初期国家是为了维持公有制的主体地位,防止国有资产主体地位的丧失,才从政治角度规定国有股不可以流通;因为国有股一流通就意味着国有股转到私人手中或将会转到私人手中,所以按当时的考虑国有股不准流通是要永久化、甚至要以宪法形式永久确定下来的。当时的

设计是,从法律上国有股对公司债务承担有限责任,是股权地位,不可以随便撤资,这可以将它看作无期限债券。从收益的角度,国有股与债券相同,都是从公司获得收益。因此从金融交易与经济学的角度,它可以看作是公司发行给国家的一种无限期的、永久的普通长期债券,因此虽然在法律规定上它是股票,但从金融交易意义上它是债券。现在国有股要由不流通转为流通,实际上是在将金融交易意义上的债券转化为股票,也就是债转股的问题,是一定价值量的形态转变,是可转换公司债券变为股票。可转换公司债有很多类型,其中固定利率的水平越高,转股价格高于当前市价的转股溢价越高;反之,固定的利率水平越低,转股价格高于当前市价的转股溢价越低。当可转换公司债是零息债券时,转股价格高于当前市价的转股溢价最小,因没有利息,该类可转债股性最强,债民主要靠可转债本身的价格波动挣钱,或履行转股期权赚钱。零息可转债的股性,与当前我国股民主要靠股票价格的波动的资本利得赚钱,而不是靠股息挣钱很相似。零息可转债的股性已类似于我国的A股,低息或零息、主要靠资本利得赚钱,只不过它以对股票的期权形式出现。与之相应这类可转债转股价格达到最低水平,但即使如此它的转股价格也高于当前股票的市价。可转债类股票期权,就是拥有股票的远期权利,拥有股票期权向股票转化,是以高于即期股票市价的确定价格转股的权利,而没有像国有股转流通那样以低于即期股票市价的价格随时转股的权利。如果规定国有股与A股近期都不发股息,资本化为内在的股票价格,股价均升一点,就可以把国有股看作是一种零息可转债,这种零息可转债的价格不应低于A股当前市价。当前市场上流行的一种预设未来流通权与流通价的国有股全流通方案的就基于此道理,这种方案本质上是把国有股看作定的转股价格高于当前市价的可转换公司债券。我不认为这种方案可行,但这不是本文的重点,它文另述。在这里只是要说的,当前流行国有股权流通的价格即其转股价格低于当前A股市价的思路,是不合金融证券学学理的、也是不公平的。

国有股这种特殊类债券证券转化为流通股的过程,其实由两个分过程构成,第一个环节是国有股先转化为随时可以等于或低于市价转为公司股票的可转换公司债券,第二个环节是再由当前的所有者将这种可转换公司债券转化为流通股股票。这种条件是超优待的,国有股持有者有权以低于当前股票市价的买价特权购买流通股,这违背了可转换公司债券期权性原理所决定的转股价格要高于当前股价,显然是不公平的。这种新契约不是均衡契约,而是一方强加给另一方的不平等条约。但这种转股价格并非不能够存在,如果从金融产品设计理论角度,是可以存在的,可以根据金融产品设计方法的时间结构设计原理,^[3]通过规定国有股转为流通股的期限来抵消这种特权以达到契约公平的目标,来加以利益平衡。也就是修改转股期,让转股时间离现在很远,让转股价格离现在很远,让转股价格由未来的不确定性决定,使转股价格具有不确定性,以此降低国有股的超优待转流通权利

的现值。

从公法契约角度国家有权利调整契约关系。公法是经济管理法,是行政法律关系。从公法契约角度看,国有股转流通可看作是公法契约的修改,国家有权力使国有股转为流通股。当前我国政府对我国经济金融体制改革取得了重大认识进步,为了解除股市金融压抑,拟将非流通的国有股转化为流通股,以改善公司治理状况与股市机制。但需要提醒的是这一金融自由化改革也是国家主导下的利益重新分配的过程,对国家与股民之间的原有的流通股、非流通股二分法的证券契约的动态修改,要注意维护契约的公平性。国有股产生于股票发行管理制度的政企不分、政市不分阶段,国家既代表国有股权所有者,又是股票发行量的审批者、控制者,既是参与者,又是裁决者,特殊的政治取向与日常的经济利益,使国有股成为向国有主体施惠的工具。国有股完全是靠国家的政治权力才获得了股票的名义;如果对股票市场的管理遵循政企分开、政市分开原则,按市场经济的惯例运行,按市场化的发行原则,国有股是不会那么低成本入市的。在股市市场化进程中,不能简单地按市价减持离场,那是简单地承认国有股的在计划股市体制下获得的股权地位,让它在市场股市体制下套现,是强借国家法权侵害股民利益,是不公平的掠夺流通股股民的行为。

五、解除股市的金融压抑,不能简单地认为将计划股市直接交给市场就可以了,而应采用金融约束的办法,有计划、分步骤地树立股民对我国股市向市场化改革的制度预期,稳步实现计划股市向市场股市的平稳转轨

明确的预期是股市完善与稳定的前提条件,转轨过程中制度的不确定性是我国股市最大的系统性风险。我国转轨股市的政策、制度纵向上过高的不确定性造成了证券契约的不完全性,使得股市机制失灵,股市在解决国有股全流通问题上基本处于无能为力状态。当前转轨过程中迫切需要培养股民对制度转轨预期的稳定性,消除我国股市制度转轨因素造成的系统性风险,让制度转轨预期成为股市的基本条件,使市场各参与方能预期制度转轨的进程,降低制度转轨造成的系统性风险,最终由不稳定的制度转轨到稳定的制度。当前我国股民缺乏计划股市将于何时、以何种方式转化为市场股市的明确的制度变革预期,国有股流通的时间的不确定性造成纵向信息不对称的市场,这是极大的制度性系统风险,迫切需要政府创造一个政策性的服务于股市转轨的过渡性国有股市场,制定明确的国有股转流通的时间表,给股民建立起明确的制度变革预期,创造时间纵向的信息对称性,使得股市市场化改革的金融自由化过程在国家的金融约束与控制下,有管理地、有序地进行。

在国家股市制度、政策走向的不确定性背景下,各个利益集团之间激烈斗争,围绕国有股开展各种只有中国股市独有的特殊金融创新博取利益,已暴露出种种不合理、不公平现象。契约的不完全性起于国家参与因素,也应终于国家的参与,方能改变低效率与破坏性囚徒困境的纳(下转第63页)

的特殊的历史年代,敢于否定“两个凡是”,提出实践标准问题,这种解放思想的力度,非一般的思想气度所能为。正是由于邓小平同志有着非凡的马克思主义哲学的辩证思维能力,才敢于向一般人认为不可能的问题提出理论挑战,从而实现了理论上的巨大跨越,实现了我党工作重心的转移,开创了我国改革开放的新局面,并在改革开放处于关键时刻进一步提出了三个有利于的评判标准。三个有利于标准是实践的自然逻辑延伸,而三个代表重要思想,又是三个有利于标准的自然逻辑延伸。这三个标准之间,是一种不断完善、不断自我否定的过程。

再次,表达了中国共产党人对中国历史发展命运的理性关注。马克思主义哲学是对人类命运的关注,这种关注带有很强的目的性和理想性。从实践标准到三个有利于再到三个代表这一党的指导思想的最终形成,是中国共产党人不断

关注中国社会命运的理论轨迹。从中国无产阶级的先锋队到中华民族的先锋队,在中国革命前进的进程中,在中华民族伟大复兴的历史进军中,“全心全意为人民服务”,“人民的利益是最高利益”,“代表最广大人民的根本利益”,这不仅仅是术语的变化,而是一种理性觉醒,是共产党人自我意识的升华。

参考文献:

- [1]马克思,恩格斯.马克思恩格斯论集[M].北京:中华书局,1965.
- [2]毛泽东.毛泽东选集[M].北京:人民出版社,1982.
- [3]邓小平.邓小平文选[M].北京:人民出版社,1988.
- [4]恩格斯.自然辩证法[M].上海:商务印书馆,1998.
- [5]江泽民.论有中国特色社会主义[M].北京:中央文献出版社,2002.

(上接第35页)什均衡的发生。无论是发生股市危机,还是非流通股股东利用政策优势与流通股股民展开的博弈,掏空上市公司,都将是损害资源配置效率的结局,是不完全契约、不完全信息下博弈的低效纳什均衡状态。在股市契约修改与制度变迁过程中,政府要积极参与、有效管理,以维护社会公平、防范金融风险。以斯蒂格里茨为代表的凯恩斯主义经济学家,从不完全信息市场的角度对东南亚金融自由化与资本市场开放过程中出现的金融危机作了分析,提出了金融约束理论,认为发展中国家在金融自由化过程中,解除金融压抑要有秩序有管理地进行,分阶段进行。^[4]这提示我们有必要以金融约束理论为指导,对股市制度转轨进行适度的管理与干预,而不能放任社会各阶层在契约不完全条件下进行大规模的投机博弈,那很快会酿发金融危机。

六、国有股准流通市场简介与全文结论

上述对体制转轨中的中国股市契约的不完全性分析说明,在经济体制转轨过程中,我国股市总体上处于由计划经济向市场经济转轨、由计划金融向市场金融转轨环境下,股市也必然由计划股市向市场股市转轨,国有股将由非流通股转化为流通股是大势所趋。但我们应看到,国有股转为流通股问题不仅是股市机制完善与公司治理结构完善等纯粹的管理技术问题,而且是一个关乎社会公平的问题。在经济体制转轨的特殊时期,国家通过垄断股票的发行权、审批权,使国有股成为当前股市中的一种超优待可转换公司债券,现在国家如果立即让它流通,就相当于国家在套利,从股市中套现,这实质上是一种特权的兑现,这种特权的兑现将会使股市崩溃。有些研究者提出了缩股全流通的方案,但国有股占到2/3,而且上市公司业绩太差,许多研究表明,除非把国有股总体上缩股到零股,也就是注销全部国有股才能达到托宾 $Q=1$ 的正常股价。因此缩股办法在政治操作上不具有可行性。较为可行的是以下国有股准流通市场办法:明确确定两个市场要在十年后并轨,通过过渡性准流通市场,实现交易制度、流通权力完全一样,价格自然会并轨。具体方案是,在

深沪股市开辟解决一个非流通股流通的过渡市场,建立一个流通能力受限制的股票市场,非流通股面向所有国内投资者和QFII竞价开市,该市场规则是每手成交量比A股市场高,每手5000股。对买入行为不加限制,但对于卖出实行 $T+365$ 天,即买入之后,365天后才可卖出,连续实行三年 $T+365$ (即前三年中持有期够一年才可卖出),从第四年开始到第十年末这7年中,依次缩短为 $T+315, T+265, T+215, T+165, T+115, T+65, T+15$,在第十年末与A市场实现制度合龙,也变为 $T+1$ 制度,这样两市场自然就会出现同价现象,完成价格并轨,完成两市并轨。^[5]

解除股市金融压抑不能简单地让国有股直接在A股市场减持,应建立国有股准流通市场,采用渐进原则、分阶段赋予国有股以流动性,使股民对计划股市转轨市场股市有明确的制度预期。国有股准流通市场的流动性介于在A股市场减持国有股方案与国有股协议转让方案之间,它也是对当前实际正在进行中的国有股协议转让市场的规范化、制度化与对股民开放的结果。

参考文献:

- [1]王曙光.金融自由化与经济发展[M].北京:北京大学出版社,2003.56-57.
- [2]傅斌.证券的经济分析[M].北京:中国统计出版社,2001.202-204.
- [3]许祥泰.金融产品设计研究[M].北京:中国社会科学出版社,2002.29-32.
- [4]陈野华.西方货币金融学说的新发展[M].成都:西南财经大学出版社,2001.318-321.
- [5]郭洪涛.体制转轨中的国有股减持与全流通方案[J].广东商学院学报,2004,73(2):54-59.
- [6]董裕平.金融:契约、结构与发展[M].北京:中国金融出版社,2003.
- [7]杨如彦,等.可转换债券及其绩效评价[M].北京:中国人民大学出版社,2002.