

# 上市公司财务战略与国家宏观调控路径的新探索

——评严洪博士《上市公司整体上市与分拆上市财务战略研究》

西南财经大学

毛洪涛<sup>①</sup>



上市公司整体上市和分拆上市从表面上看是一种相互矛盾的资本运作路径,但在现实中却共同存在,如何对这一经济现象做出有效解释,学术界还鲜有针对性的研究成果。从逻辑上讲,并没有单一的制度或行为可以适用于所有的环境,制度终会与环境进行适应性耦合而产生差异甚至变迁,因此,并不能孤立地、非关联地看待整体上市或者分拆上市,而应该更多地思考和研究上市公司如何通过不同路径的相机组合来实现其财务战略目标问题。同时,受凯恩斯主义理论影响,一直以来,我们在宏观经济调控政策研究上单纯地聚焦于财政政策、货币政策及其组合,而对中国国有企业的研究则更多地集中于公司效率以及治理结构层面。但是,中国经济的发展路径及其依赖,较之世界主要经济体均有很大的独特性,特别是在我国国有资本占主导地位、相对特殊的所有制经济结构下,以往的研究似乎明显地忽略了国有企业在宏观经济调控方面可以或可能扮演的角色,以及这种角色可能对现有财政政策、货币政

策及其组合形成的机制替代效应。

严洪博士的专著《上市公司整体上市与分拆上市财务战略研究》一书,创新性地对上述问题进行了分析、论证和解答。严洪博士的导师,我国著名财务学家郭复初教授在该书序中也给予了“(本书)是关于资本市场财务问题研究的新成果,有着重要的学术价值与应用价值”的高度评价。时值刚刚闭幕的中共十八届三中全会作出《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》之际,该书以其独特的视角对微观公司财务战略与宏观经济调控路径进行了创新性的探索,具有较强的理论价值和实践指导意义。相较于该领域已有的研究成果,全书洋洋洒洒 28 万余字,具有以下鲜明特色:

## 一、基于经济改革与发展的应用理论研究典范

作者综合应用经济学、管理学和财务学等学科理论,基于中国转型经济背景以及经济发展中的热点与难点问题进行深入的研究,提出了新颖和独到的解决路径与方案。全书构架完整、逻辑清晰,在研究方法上除了传统的规范研究外,还使用了包括事件研究法和案例研究法在内的实证研究方法,特别是作者对上市公司进行的大量案例引用及分析,使本书显得非常丰满,而以客观事实来证实某种观点和结论也具有极强的说服力。

## 二、同时结合两种反向路径的相机战略组合研究

从已有的相关研究来看,并不乏分别以整体上市或分拆上市为方向的研究成果,但将两种相悖路径进行整合性研究的,本书尚属首例。作者不仅对之前的相关研究成果进行了全面的综述,而且还将两种资本市场行为上升到微观财务战略与宏观经济调控高度,以相机抉择理论构建了两两种反向行为的动

<sup>①</sup>毛洪涛,西南财经大学研究生院常务副院长、教授、博士生导师。

态组合模型,分析和论证了不同状态依存下,实现微观财务目标与宏观调控目标的可能路径方式。

### 三、投资组合理论从金融资产到产业资产的创新运用

马科维茨教授的投资组合理论是财务学经典基础理论之一,至今仍广泛应用于证券投资组合实践之中。本书基于企业生命周期和产业生命周期理论,结合企业多元化发展路径,提出了现代企业本质上是一个不断变迁中的多产业资产投资组合,可以通过其内部组合动态调整实现不同风险—收益预期的理论观点。投资组合理论本身组合的是金融资产,而事实上,每种金融资产都肯定对应着某种基础资产,将金融资产投资组合转换为其对应的基础资产投资组合,从逻辑上和实质上也是严谨且不容置疑的。在后金融危机时代和我国经济转型的现实背景下,透过表象的金融资产去研究其背后实质对应的基础资产组合问题,更符合当前的现实要求与未来的发展趋势。

### 四、突出了经济与市场周期性下的相机财务战略理论

在日趋复杂嬗变且充满极大风险和不确定性的经济世界中,环境作为外生变量对企业行为抉择及其对应经济后果的影响越发重大。该书详细地分析了经济周期、产业周期、企业周期及资本市场周期下,企业在预期和套利框架下的整体上市与分拆上市财务战略相机抉择机制,对上市公司财务管理以及国有资本发展与结构调整实践具有较强的指导意义。毕竟,不同的经济和市场周期下,需要不同的财务战略安排来实现目标经济后果,而整体上市与分拆上市本身从路径上就是完全相反的两种财务战略,这种反向性与可组合性决定了在不同依存状态下,可以通过不同的相机性行为选择来实现特定的目标。

### 五、延伸了资本市场环境下国家财务调控理论与政策

郭复初教授的国家财务理论是结合中国特色社会主义市场经济体制的一个独创理论体系,其对我国国有资产管理实践提供了重大理论支持

与指导。但正如郭教授指出,“在国家财务调控理论的研究方面,过去对于国资委与中介经营公司的国有资本配置的研究较多,而对国有企业在资本市场中进行国有资本布局的研究较少”。本书中,作者提出的上市公司整体上市与分拆上市财务战略相机抉择模型,有机地结合了中国国有经济占主导地位的现实,从国有上市公司通过两种财务战略路径组合,在充分发挥国有经济控制力、引导力方面的逻辑与应用进行了详细的解析。因此,我也完全赞同郭教授关于本书“对国家财务调控理论进行了延伸和补充,作出了理论性的贡献”的评价。

### 六、创新性提出了国家宏观调控政策的可能路径选择

财政政策与货币政策组合是各国政府实施宏观经济调控的基本手段,通过“看得见的手”来平滑经济周期性和波动性、维持经济平稳增长本身也是凯恩斯主义的理论核心。但对于财政政策、货币政策以及两种政策的组合,都存在某些已为理论界所共识的缺陷,比如财政政策的挤出效应、货币政策的时滞性问题等等。本书中,作者对国有上市公司通过两种反向路径的财务战略相机安排,实现国有资本在某些产业领域的“有进有退”和“结构调整”,从而直接传导国家宏观调控目标的机制与效率进行了分析。基于我国国有资本占主导地位的现实,且政府出资人代表和职能机构又事实上掌握了国有企业控制权,通过这种控制权和国有企业载体来调控经济目标,应该说在传导效率、直接性和时效性上都具有某些方面的比较优势,可以作为我国当前财政政策与货币政策组合的有效补充。

作为一位从事金融工作十余年并已担任多年全国性股份制商业银行省级分行副行长的高管,严洪博士对中国经济和金融实践具有较为丰富的实践经验和敏锐的观察力,并凭借其扎实的理论功底不断进行创新性的理论应用研究。该书紧密结合中国当前热点经济现象与改革和发展中的现实问题,是作者长期学习、观察、积累之下,通过其刻苦钻研,在一个交叉领域中独创的成果和结晶,具有相当的理论与应用价值,实为一本值得推荐的好书。