

# 股权分置改革的制度经济学分析

叶陈刚(博士生导师) 王彬

(对外经济贸易大学国际商学院 北京 100029)

**【摘要】** 本文从我国经济转轨的制度环境和特点出发,运用新制度经济学理论分析了股票市场的产权制度应如何安排、我国股票市场的制度缺失以及如何建立一个健康的股票市场。

**【关键词】** 股权分置 交易费用 全流通

我国股票市场经过十几年的发展,在很多方面取得了很大的成就,但也存在着不容忽视的内在缺陷。虽然沪深两市的上市公司已逾千家,但这些上市公司的投入产出能力特别是盈利能力并没有得到显著提高,与整个社会的盈利水平相比并没有显示出应有的优势。与此同时,产业结构的调整和优化也没有随着股票市场的发展向高级化方向发展,股票场所固有的引导资金流向、流量、流速和流程的功能在我国被大大弱化。

由于历史方面的原因,由国有企业股份制改造产生的上市公司国有股、法人股暂不上市流通,而公众股却处于流通的状态,形成了我国独有的股权分置状态。股权分置的弊端是多方面的,诸如两类股东的利益取向、盈利模式不一致等,这严重阻碍了股票市场的正常发展。国家有关部门为解决该问题实施了股权分置改革,使得股票市场一路走高,因此股权分置改革被称作是我国资本市场制度革命的转折点。

## 一、股权分置的交易费用

股权分置,是指目前我国上市公司的股权结构中流通股与非流通股并存的现象。截至2003年12月,我国境内上市公司的数量(A、B股)为1 287家,市价总值为42 457.71亿元,总股本为6 428.46亿股,投资者开户数为7 025.41万户。上市公司尚未流通的股份合计4 157.26亿股,占股份总数的64.67%;已流通股份合计2 269.92亿股,占股份总数的35.33%。尚未流通股份的构成情况比较复杂,包括发起人股、定向募集法人股、内部职工股、转配股、基金配售股份、战略投资者配售股份、其他未流通股等。其中,发起人股3 808.17亿股,占尚未流通股份的91.6%,占股份总数的59.2%。在发起人股中,国家股为3 029.58亿股,占尚未流通股份的72.87%,占股份总数的47.13%。

以上数据表明,在我国股票市场上,股权分置问题十分突出,约2/3的股份尚未流通,尚未流通的国有股约占股份总数的一半,占全部非流通股的七成以上。因此,解决股权分置问题的核心就是解决尚未流通的国有股减持、转让和上市流通问题。近年来,国有股减持、转让和上市流通问题,以及尚未流通股份的“全流通”问题,成为众多业内人士和专家学者关注的焦点。

交易费用(或称交易成本)是制度经济学中最重要的概念之一。按照制度经济学的观点,所谓好的制度,就是交易费用低的制度。科斯认为,交易费用是为准确获得市场信息所要付出的费用,以及谈判和经常性契约的费用。威廉姆森认为,交易费用分为两部分:一是事先的交易费用,即为签订契约、规定双方的权利和责任等所需的费用;二是事后的交易费用,即签订契约后,为解决契约本身存在的问题,从改变条款到退出契约所支出的费用。股权分置的交易费用包括制度设计的费用、制度运行的费用和制度变革的费用。与“股权同一”的制度相比,“股权分置”具有更高的交易费用。

1. 与股权同一的制度相比,股权分置具有更高的制度设计费用。如果仅从抽象的理论角度分析,后设立证券市场的国家应当比先设立证券市场的国家支付更低的制度建设费用,具有较低的制度失败风险。我国证券市场诞生于一个世界资本市场高度发达的时代。在我国,由于制度供给的政府垄断,几乎所有的制度安排都不具有自发形成的可能性,证券市场同样如此。为了避免被批评搞“私有化”,制度设计者特别规定在证券交易所挂牌的上市公司,其国有股、法人股暂不上市流通,只允许社会公众股流通。事实证明,股权分置的制度安排,一方面耗费了高额的制度设计费用,另一方面导致制度收益为负,是制度设计的败笔。

2. 与股权同一的制度相比,股权分置具有更高的制度运行费用。我国证券市场的建立,很显然不是诱致性制度变迁的结果,这是它与其他证券市场的根本区别。制度供给的政府(部门)垄断,使政府(部门)可以设计或选择对自己有利的制度方案,以确保自己的垄断收益(租金)。政府(部门)的利益集中体现在国有企业上,而我国国有企业整体效率偏低,不但使财政不堪重负,而且使国有银行的不良资产大量增加。政府垄断了证券市场的制度供给,同时由于政府的严厉管制,剥夺了投资者通过境外资本市场获取投资收益的权利,因此投资者即使明知股权分置制度对自己不利,也没有其他选择。很显然,股权分置制度只是单方面维护了作为非流通股股东的国有股和法人股的利益,限制了作为流通股股东的社会公众的权益,导致了非流通股股东和流通股股东的利益冲突,从而产

生更高的交易费用。

3. 股权分置增加了制度变革费用。张曙光认为,制度变革成本虽然类似于工程开办费或建设费的一次性开支,但又与建设成本有很大的不同。就有形的、正式的制度安排和制度变革来讲,其变革成本主要由以下几个方面构成:①规划设计、组织实施的费用;②清除旧制度的费用;③消除变革阻力的费用;④制度变革造成的损失;⑤随机成本。2001年6月,国务院发布了《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》,随后开展了国有股减持工作,使得沪深两市的股票指数急剧下跌。在这种形势下,2001年10月22日,中国证监会宣布暂停国有股减持工作。但是,对广大投资者而言,由此引发的对国有股减持及股票全流通的心理预期却无法消除。上证指数从2001年6月的2 245点跌至2003年11月的1 300点,股票市场总市值损失约2.8万亿元。总之,股权分置已经让证券市场的参与者(主要是流通股股东)付出了巨额的制度变革费用。上市公司融资规模日益缩小,使得我国股票市场的资本化程度与经济增长明显不协调,也使得券商经营日益艰难,整个证券行业日益低迷。

## 二、股权分置改革的制度创新

股权分置改革自2005年在全国实行试点以来,运用对价理论来解决非流通股股东和流通股股东之间的利益平衡问题,已经得到了市场的普遍认同。2005年8月23日,证券监督管理委员会等部门联合发布了《关于上市公司股权分置改革的指导意见》,对非流通股股东与流通股股东之间以对价方式平衡双方利益的尝试给予了肯定。2005年9月12日,上海证券交易所、深圳证券交易所宣布上海汽车、民生银行等40家上市公司开始实施股权分置改革,标志着我国资本市场的这项重大制度变革在经过为期4个月的试点后正式全面推开。

制度变迁的成本与收益之比对于制度变迁起着关键作用,只有在预期收益大于预期成本的情形下,行为主体才会去推动直至最终实现制度的变迁。这就是制度变迁的原则。

2005年5月9日,进行股权分置改革的四家试点公司确定下来,各公司在其改革方案中首次提出了“对价”的概念。由于我国特殊的政策因素,导致上市公司发起人大股东(包括法人股东)对其持有的股份的流通条件缺少明确的规定,并且既未披露相关的风险,也未公示防范措施。因此,要解决股权分置问题,解决我国A股市场上非流通股股东和流通股股东之间的利益平衡问题,让非流通股变成可以流通的股份,必然存在非流通股股东为换得流通权而向原流通股股东支付一定代价的问题,对价问题由此而产生。

支持股权分置改革的核心依据是对价理论,对价概念的提出是我国在股权分置改革中的重要突破。利用对价方式来平衡非流通股股东与流通股股东之间的利益,是股权分置改革的有益尝试,支付对价的方案也需要在改革实践中不断完善。当平等主体之间的利益相互冲突,只要满足对价自由让渡并给予及时补偿而不使任何一方有损失,就能实现帕累托最优到帕累托改进的效率。从这个角度来讲,对价就是指非流通股要进入市场,为避免给流通股带来新的损失而对流通股所

做出的补偿,是非流通股股东对通过股权分置改革获得流通权这一行为所支付的代价。

我国股权分置改革中对价的主要内容包括:①接受和支付对价的双方是流通股股东和非流通股股东;②对价支付方案中的标的物是非流通股的可流通股;③对价设定的出发点是兼顾非流通股股东和流通股股东的利益,保护流通股股东的利益不受损失;④对价设定的前提是非流通股股东为使其经济利益最优化,对可能给流通股股东造成的损失给予一个承诺作为保障;⑤对价中的承诺,即非流通股股东必须以一个明确的预期来承诺其股份流通后不损害流通股股东的利益,一旦非流通股股东做出了这种承诺,流通股股东则应同意给予非流通股股东流通股。

## 三、股权分置与全流通制度安排

股权分置改革具有重大意义,正如尚福林所言,解决股权分置问题不是万能的,但不解决股权分置问题则是万万不能的。根据“统一组织、分散决策”的股权分置改革思路,改革方案由每家上市公司的非流通股股东与流通股股东协商形成。协商的过程其实就是博弈的过程。

1. 政府的推动是证券市场制度创新的关键。根据戴维斯和诺斯的制度创新理论,制度创新可以在三级水平上进行,即由个人、合作团体或政府机构进行。制度创新也就相应地分为三种,即分别由个人、合作团体或政府机构担任“第一行动集团”的制度创新。一项制度创新究竟在哪一级水平上进行(究竟由个人担任创新者,还是由合作团体或政府担任创新者),要根据预期净收益的大小来决定。如果各种方案的计算结果都使预期净收益为负数,那么这时谁也不会去进行制度创新。具有中国特色的股权分置制度最根本的缺陷就是“显失公平”。在这一制度框架下,证券市场的资源配置功能得不到充分发挥,其财富转移效应却过度扩张,通过这一不合理的制度安排,广大流通股股东的大量财富向非流通股股东转移,非流通股股东的财富剧增,而流通股股东损失惨重。

由于非流通股主要由国家股和国有法人股构成,政府是其真正的惟一合法所有者,这使得我国的股权结构表现为“非流通股—流通股”的二元结构,其实质表现为“政府—投资者”的所有者结构。在这种结构下,政府既当运动员又当裁判员,还拥有裁判规则的制定权,使得股权分置制度得以产生并以畸形扩张。

但是,从长期来看,股权分置制度最终将导致政府的收益丧失。因为从长期来看,股权分置将导致我国证券市场的崩溃,境内投资者将离场而去,到更公平、更合理、更有效的境外资本市场投资,这一进程随着我国加入世界贸易组织各项承诺的落实而逐渐加快。作为“理性的经济人”,政府应在此之前妥善解决股权分置问题,建立一个比境外资本市场更有竞争力的证券市场,只有这样才能保障自己的长期利益。

2. 广大投资者的参与是股权分置改革成功的必要条件。要实现制度变革的成功,就要平等地对待非流通股股东和流通股股东的正当权益。我国《公司法》对股票同股同权、同股同利有着明确规定,股东向公司投入的资本额是享有股东权利

的必要条件和惟一依据。因此,公平原则的核心就是按照《公司法》的要求实现股票的同股同价、同股同权与同股同利,公平地对待流通股、非流通股和股票市场的全体投资者,平稳地实现股票全流通。

在当今市场经济条件下,市场参与者完全享有参与或退出某项经济活动的自由,如果利益分配是不公平的,那么利益受损的参与者会退出,从而导致经济活动的失败。股权分置制度最大的弊端,就在于事实上它是一个使非流通股股东获利、流通股股东受损的制度,这一制度已经严重阻碍了我国证券市场的健康发展。2001年“市价减持”国有股政策的失败,说明谋求国有股股东单赢的方案是行不通的。因此,在解决股权分置问题的过程中,应始终坚持流通股股东与非流通股股东利益并重的原则。

**3. 诱致性制度变迁的意义。**所谓制度变迁,是指制度创立、变更及随着时间变化而被打破的过程。诺斯认为,制度变迁是一个制度不均衡时追求潜在获利机会的自发交替行为。制度变迁既可以在政府引入法律、政策和命令的强制性方式下进行,也可以由个人或团体为追求获利机会自发倡导、组织和实行,即制度变迁分为国家在追求租金最大化目标下通过政策法规实施的强制性制度变迁和人们在制度不均衡时追求潜在获利机会的诱致性制度变迁两种类型。

如果说我国早期股票市场制度的建立与变迁属于强制性制度变迁,目前所发生的股权分置改革则从初期的强制性制度变迁转变为诱致性制度变迁,在制度创新的过程中,政府所扮演的角色被弱化,上市公司的大股东与流通股股东发挥重要作用。

(1)诱致性制度变迁是以微观经济行为主体(农户、居民、企业等)为主体、自下而上进行的一种制度变迁类型。在这种制度变迁过程中,处于基层的行为主体因为发现潜在获利机会而先产生制度需求,然后自下而上产生对制度的需求或认可,直至影响决策者安排更好的制度。所以,诱致性制度变迁具有边际革命和增量调整的性质,是一种渐进的、不断分摊改革成本的演进过程。

戴维斯和诺斯对制度创新作了系统论述,其基本观点是:制度创新是指能使创新者获得追加利益的现存制度的变革。它与技术创新有某种相似性,技术创新往往是采用技术上一种新发明的成果,制度创新往往是采用组织形式或经营管理形式方面的一种新发明的成果。只有在预期净收益超过预期成本时,技术创新才得以实现。同理,只有在预期净收益超过预期成本时,制度创新才能成为可能。

(2)相对于强制性制度变迁,诱致性制度变迁具有以下几个方面的优势:①有利于保护投资者的利益。根据我国实际情况,中小股东处于相对弱势的地位,因此《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》中明确提出尤其要保护中小股东利益的指导思想。监管者必须始终坚持这一思想,不能让股权分置改革成为广大流通股股东的又一次劫难。只有重塑广大股民对市场的信心,让他们日益感受到市场的信用和价值所在,才可能实现流通股股东和非流通股股东的双赢,共

建一个持续、健康、繁荣的资本市场,任何时候都不应该偏离这个指导思想。②符合上市公司及非流通股股东的实情。我国近1400多家上市公司的行业状况、经营业绩、发展前景存在较大差异:有绩优成长公司,有业绩平平的公司,也有ST等绩差公司;有A股公司,也有含B股、H股的公司。非流通股股东不仅包括国有控股股东,还包括一般法人股东、自然人股东;不仅有现金支付能力强的股东,有资产流动性差、现金支付能力弱的股东,还有依靠上市公司分红或占用上市公司资源为生的股东。因此,对价支付方案的选择还应考虑非流通股股东的实情,脱离实情太远,其结果将只能是失败。③有利于投资者做出判断。对价支付方案的选择多种多样,而资本市场的投资者存在较大差异,既有基金公司、证券公司、保险公司、社保基金管理机构等专业机构投资者,也有中小散户投资者;既有具有专业水平和判断能力的专业投资者,也有跟着感觉走的大众投资者。所确定的对价支付方式不仅要使专业机构投资者能够对其利弊做出正确评估,而且也应让一般投资者理解和判断给其带来的“实惠”。④有利于市场稳定。在市场稳定发展中解决股权分置问题,是股权分置改革的前提,也是股权分置改革成功的基础,因此上市公司非流通股股东选择对价方案,必须从稳定市场出发,防止市场操纵和投机行为。稳定是压倒一切的原则,在稳定中发展是指导股权分置改革工作的准绳。

#### 四、后股权分置时代的规范与发展

股权分置改革及其他一系列市场化改革措施和基础性制度建设的稳步推进,为资本市场全方位改革营造了良好的市场环境,也为我国资本市场未来的持续发展奠定了坚实的制度基础。

美国证券市场经历过完全依靠自由演进的发展模式所带来的过度震荡,也经历过危机之后政府对于资本市场的全面整顿和清理,支付了昂贵的社会成本。作为一个新兴市场,我国应该充分发挥后发优势。在看到成熟市场走过的百年历程之后,怎样吸取它们的教训、怎样做出一个合理的制度设计、怎样在市场和政府之间找到一种平衡,是我们应该思考的问题。可以预期,我国资本市场在我国经济中的重要地位将更加凸显。资本市场通过其资源配置机制的发挥,将成为促进经济结构调整和转型的重要平台。在我国资本市场,创新型企业将实现对发达国家高科技企业的追赶,并购和重组等市场筛选机制将创造出真正意义上的世界级企业。而当资本市场变得非常强大时,我国大部分的金融资源将以市场化方式进行配置,我国的经济也会变得更加安全和富有弹性。

**【注】**本文系国家自然科学基金(70672060)和教育部人文社会科学研究规划项目(项目编号:06JA630014)阶段性成果。

#### 主要参考文献

1. 中国人民大学金融与证券研究所课题组. 消除股权分置 重构市场基础. 中国证券报, 2004-01-09
2. 吴晓求. 股权分置改革后的中国资本市场. 中国人民大学金融与证券研究所中国资本市场研究报告(2006). 北京: 中国人民大学出版社, 2006