



转型与产权理论探索丛书(第二辑)

主编/周冰

The Collection Explored of the Transition and Property Rights Theor

张富田 / 著

The Game in Transition: The Equity-Division System and its Reformation

转型中的博弈：股权 分置及其改革



经济科学出版社
Economic Science Press



转型与产权理论探索丛书(第二辑)
主编/周冰

The Collection Explored of the Transition and Property Rights Theory

张富田 / 著

The Game in Transition : The Equity-Division System and its Reformation

转型中的博弈：股权 分置及其改革



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

转型中的博弈：股权分置及其改革 / 张富田著. —北京：
经济科学出版社，2013. 7

(转型与产权理论探索丛书. 第2辑)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 3572 - 5

I. ①转… II. ①张… III. ①上市公司 - 股份制 - 研究 - 中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 152431 号

责任编辑：赵 蕾 沙超英

责任校对：徐领柱

责任印制：李 鹏

转型中的博弈：股权分置及其改革

张富田 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京季蜂印刷有限公司

880 × 1230 32 开 6.75 印张 170000 字

2013 年 7 月第 1 版 2013 年 7 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 3572 - 5 定价：18.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：88191502)

(版权所有 翻印必究)

• 丛书序言 •

坚持中国经济学理论研究的主体性原则

就像国人的奥运金牌情结一样，中国经济学界的诺贝尔奖情结实在是太强烈了。自 1994 年北京大学中国经济研究中心成立时起，林毅夫明确表达了对中国出现诺贝尔经济学奖获得者的热切期盼，学界和媒体立即广泛呼应，连有的老学者也按捺不住地撰文，一时间似乎中国很快就要出现诺贝尔奖获得者了。那么，中国在未来不太长的时间里究竟能否摘取诺贝尔经济学奖的桂冠呢？拿 2009 年的两位诺贝尔奖得主来说，他（她）们的获奖作品都是 30 年前研究发表的成果。自 1969 年瑞典银行首次颁发诺贝尔经济学纪念奖以来，迄今共有 64 位获奖者，从使其获奖的研究成果发表到获奖的平均时间超过了 30 年。这就是说，如果预测未来 30 年内诺贝尔奖可能得主的话，其研究成果现在就已经出现了。环顾当下的中国经济学界，可以举出类似这种分量的、具有开创性、系统性而又被广泛认可的研究成果吗？不免令人汗颜。

本来，科学和学术研究的目的并不是为了获奖，而是为了认识世界即获取新知识，人类科学研究的终极目的则是为了改造世界。由于事物的无限复杂和发展变化，人的有限理性和认识的可错性，对新事物和新知识的探索是一个永无止境的航程，科学和理论的发展也就永远不会停

止。知识就是力量，它会改变人们的思想和行为方式，从而改变社会及其发展演化的道路。一个民族、一个国家和一个社会的理论水平决定着这个民族、国家和社会的精神文明发展的高度。正因此，恩格斯说：“一个民族想要站在科学的最高峰，就一刻也不能没有理论思维”^①。创造是人的一种本性。科学理论研究的探索性质决定了它从不重复，在满足好奇心和求知欲的同时，总是在挑战前人和自我，是最具有创造性的活动，因此是一种最符合人的本性的工作。从这个意义上来说，科学研究本身就是对研究者的最大报偿。研究过程的复杂艰巨和取得成果时的喜悦，就是激励学者不断探索的强大动力，因为在这个过程中，他不仅满足了自己强烈的好奇心，而且也实现了作为一个真正的人的价值，为人类社会知识的发展留下了个人的印记。凡是真正的思想产品，社会总会以某种方式承认的。至于奖励之类，只是社会承认的一种方式罢了，实际是科学理论研究结果的一个副产品。副产品当然也有其价值，甚至是非常重要的价值，但是绝不当本末倒置，喧宾夺主，淡忘了科学和学术研究自身的目的。更何况，知识就其本性而言并不适合作为私产的对象，因此奖励作为科学发展的激励机制，在刺激催生出更多研究成果的同时，实际也在控制、引导和限制着科学理论发展的方向，诱导功利主义和机会主义行为，排斥和扼杀着真正的学术兴趣和学者个人的选择自由，过多和过度使用奖励机制对科学和理论的发展弊大于利。

中国当然应该出世界级的经济学家。中国作为一个有五千年悠久文化传统的伟大民族，是最大的发展中国家和体制转型国家，改革开放以来又是经济增长最快的国家。经过30年高速增长，中国的面貌已经发生了翻天覆地的变化，国际地位越来越重要，对世界经济的影响越来越大，中国经验、中国道路和中国模式正受到越来越

^① 恩格斯：《自然辩证法》，《马克思恩格斯选集》第3卷，人民出版社1972年版，第467页。

越多的关注，中国的经济问题已经有了世界性的意义。毛泽东在论文艺时曾说过：人民生活“是一切文学艺术取之不尽，用之不竭的唯一的源泉”，“过去的文学作品不是源而是流”。^①其实，这话同样适用于科学和理论的研究。作为理论物理学家的杨振宁认为，科学，即使最纯粹的理论科学，也是从实际现象和社会实践中发现和提出问题，形成理论的。如果没有学术传统的传承和思想理论的渊源，学术的发展就难以达到深邃、形成浩瀚气势和蔚为大观，但是如果不是面对现实生活中的矛盾提出问题，科学的生命就将枯竭。什么人能成为重要的甚至是伟大的经济学家？就是那些研究了影响一个社会、一个国家乃至人类福祉的最重要经济现象的人。当今的中国为经济学家提供了这种历史性的机遇。

但是，把握住机遇不仅需要有时代的责任感和理论勇气，而且还要有心智选择正确的研究方向。在信息化和全球化的时代，中国经济学的发展首先需要的是理论研究的主体性，这就是，在经济学的理论研究中明确中国的立场，从中国的国情出发，不分理论流派，充分吸收和借鉴国内外各种经济学说，为解决中国的问题而进行理论研究，并以此来推动中国经济学的发展。近年来流行的说法是，中国经济学研究要现代化、国际化和本土化。然而，科学理论虽然有着新和旧的区别，但是却并不存在所谓的先进和落后的问题，存在的只是解释力的强弱和对所研究的问题是否适合及其程度大小的问题，因此，所谓经济学现代化的说法是很荒谬的。所谓国际化，实际就是理论研究要以北美主流的新古典主义和凯恩斯主义经济学为本位，而为了使西方经济学的理论能够适合中国的需要，所以要将其本土化。不可否认，学术研究的规范化，特别是自觉地遵循国际上较为普遍流行的学术规范，便于学术交流；学习国外先进的研究方法，对于理论的发展进步是非常重要的，但是这种主张

^① 毛泽东：《在延安文艺座谈会上的讲话》，《毛泽东选集》第3卷，人民出版社1969年版，第817页。

颠倒了科学理论发展中的源和流的关系，因此是不可取的。

理论是思维的强大工具，认识任何复杂的事物都不可能离开理论思维，但是，理论作为人的思维的主观创造物，又不可避免地存在着局限性，这就是它的倾向性和可错性。任何理论，特别是人文社会科学理论，都依赖着它所产生的那个特定的时代和社会的文化背景，不可能摆脱历史和制度的制约。理性思维需要借助理论概念作为思维的语言符号系统来进行，但是作为语言概念系统，理论始终和它所要反映的客观事物之间存在着某种程度的差距。任何理论，都代表了一种特定的思维方式、一种看问题的角度，甚至是一种立场和观念，完全客观和中性无偏的社会科学理论是不存在的。理论作为一种支配的话语权在无形中影响着人们的思维，因此在提高人们思维能力的同时，也在遮蔽和扭曲着人们的视线，使人们难以认清面对着的事物的真相。因此，只有透过一切既有理论语言的迷雾，才能真正看到纷繁复杂现象背后的事实及其本质，并在此基础上提出相应的概念，发展其理论。为此，我们主张以不群不党、不帮不派的态度对待发展到今天的各种经济学理论，以海纳百川的胸怀学习、吸收和融会贯通，用来解决中国经济转型和发展所面对的问题，建立以中国为背景的经济学理论，进而为经济学的发展做出贡献。

我们这个学术团队就是本着这种精神从事中国经济转型的理论研究的。我们的研究主要着眼于发现中国经济体制转型过程中那些最具特色并对现有理论构成挑战的现象，努力挖掘和揭示出其中所具有的原创性理论含义，试图以此来促进转型经济学理论的发展。前一个时期，我们的研究集中在经济体制转型中宏观层次的各个方面，研究成果主要体现在“转型经济学理论前沿丛书”（社会科学文献出版社2007年版，共8本）中。目前，我们把研究的重点转向了体制转型过程中的产权制度及其变革的理论，因此现在这套“丛书”定名为“转型与产权理论探索丛书”，这套“丛书”和前一套“丛书”是姊妹篇。收入本丛书的各部著作，除了由我主持

的研究课题的成果之外，都是在我指导的南开大学博士研究生的学位论文基础上修改而成，其中既有少数延续了对体制转型的宏观研究，更多的则是以中国体制转型为背景进行的产权理论研究，也有以中国体制转型过程中产权制度变革过程为重点的研究。我们在这方面的研究还没有结束，因此本丛书将分辑陆续出版。这些研究分别从各种不同的产权主体、产权客体或者产权的基础理论方面进行探索，是对产权理论的深化和发展，有助于加深人们对产权制度和我国产权制度现状的理解，可供各方面的研究者和学习者阅读参考。这套丛书是我们在转型和产权理论上的探索，不成熟和不完善之处，希望能得到读者的斧正，也希望我们的工作能为未来中国出现可以问鼎诺贝尔经济学奖的研究成果铺路添砖。

周 冰

2012年12月8日



Contents

第1章 导 论 / 1

- 1.1 问题的提出及其研究意义 / 1
- 1.2 本书的研究思路 / 6
- 1.3 本书采用的分析方法 / 8
- 1.4 本书的创新和不足之处 / 8

第2章 股权分置制度及其演化过程 / 10

- 2.1 股权分置问题的初始形成阶段（1978~1993年） / 11
- 2.2 股权分置问题的积累恶化阶段（1993~2002年） / 17
- 2.3 股权分置问题的解决阶段（2002~2007年） / 25

第3章 文献综述和理论分析工具 / 32

- 3.1 制度及制度的演化理论 / 32
- 3.2 权力理论 / 44
- 3.3 产权理论——产权与国家职能之间的关系 / 52
- 3.4 制度、博弈及静态博弈理论和演化博弈理论 / 58
- 3.5 适应性效率与过渡性制度安排理论 / 65

第4章 股权分置与国有企业改革 / 91

- 4.1 中央政府选择股权分置制度安排的原因 / 92
- 4.2 股权分置条件下政府与国有上市企业的博弈 / 108
- 4.3 国企改革与中央政府放弃股权分置制度的原因 / 123

第5章 股权分置与证券市场的制度演化 / 131

- 5.1 股权分置条件下中央和地方政府的博弈 / 132
- 5.2 股权分置条件下政府和投资者的博弈行为分析 / 138
- 5.3 股权分置改革过程中中央政府和投资者的
博弈行为分析 / 159

第6章 股权分置改革后证券市场的发展与政策建议 / 168

- 6.1 未来证券市场制度完善的建议 / 169
- 6.2 构建社会化的国有资本运作模式 / 184

参考文献 / 195

后 记 / 205

第1章

导 论

1.1 问题的提出及其研究意义

关于股权分置的定义有很多种,从广义的角度说,股权分置是指具有相同票面价值的股票因为发行市场的分割造成发行价格不一致的情况,具体包括A股市场和B股市场的分割,流通股和非流通股的分割,A股和H股、S股的分割,等等。狭义的股权分置主要指A股市场流通股和非流通股的分割。由于A股市场和B股市场及H股市场的定价机制不一样,具有不同定价机制的证券市场的股权分割并不影响资本市场功能的发挥,而在A股市场中的股票由于人为的模糊设置使得同一种权能的股票在场内和场外具有两种不同的价格,这是我国资本市场所有弊端的一个主要来源。

在2003年以前,对股权分置的表述经历了“股权二元化结构”、“市场割裂”、“股权市场割裂”和“股权分裂”等概念的使用过程。2003年年底,证监会主席尚福林、副主席屠光绍在公开的谈话中首次认可了中国股票市场与西方股票市场存在显著的差异性,承认中国股票市场存在特殊的“股权分裂”问题,尚福林将“股权分裂”改动了一个字,用了一个新词汇“股权分置”。随后经济学界的理论讨论都普遍采用了“股权分置”这个词,市场也很快接受了这个词汇,“股权分置”成了大家现阶段共同引用的词汇。

大体上，对于中国股权分置制度存在两种截然不同的观点，大多数学者认为中国资本市场存在股权分置制度，而少数学者则认为中国资本市场不存在股权分置制度。承认中国资本市场存在股权分置制度的学者对这一概念的理解上，也有不同的观点。

1.1.1 同股异价异权观

一种观念认为，在法律上尽管流通股与非流通股同股同权，但在经济现实中它们具有完全不同的价格和权利。流通股与非流通股的股权分裂，是同股异价异权的股权分置，是中国股市区别于其他任何市场的最具特色的国情，也是中国证券市场的主要制度缺陷。同股异价异权产生于1996年前后的非流通股开始按净资产值进行协议转让，相对于二级市场上A股的高价买卖，少数人则可以在场外以低价买卖非流通股，本来是同一普通股的流通股与非流通股，现在却不同权不同价（华生，2005）。

1.1.2 不同股不同价不同权观

张卫星作为中国股市的股权分置问题最早的发现者和理论阐述者之一，1999年12月发表《新淘金记》及《中国股市风险大讨论》两篇文章，明确谈到中国股市出现了一种特殊变异性，同一公司内出现了两种完全不同的股票。对于这种中国股市的特殊现象与市场结构缺陷，张卫星曾认为它是“国有股法人股在市场割裂情况下的，对社会流通股的垄断圈钱结构”，比较清晰地反映出了问题的本质。

由于股权分置的存在使得中国的证券市场除了在募集资金和国企改革方面发挥了一些作用，资本市场的其他功能均不能正确地履行，特别是由于资本市场的“资本池”^①功能无法发挥，使得国有

① 英文为 Pools of Capital，即把资本汇集在一起，形成一个像蓄水池一样的存储资本的空间，在空间内对资本结构进行调整以获取最大的投资收益，通常用在集资投资、房地产和保险等领域。

资产通过资本市场进行优化的可能性不复存在。即便是被中央政府看好的廉价融资功能也由于股市的低迷而丧失殆尽，国有大型企业不得不寻求海外上市以获取融资渠道。上证综合指数从2001年6月的2 245点的历史高点到2005年6月的999点，跌幅超过50%。在经历了从2 200点到1 000点的巨大落差中，万千股民亏损、投资机构被套、上市公司市值蒸发过半，证券公司由于个体经营原因形成的潜在金融风险急剧凸显，由于证券公司和机构投资者的资金很多是通过间接或直接的渠道从银行拆借而来，银行业面临着巨大的资金亏空风险，首次公开募股（Initial Public Offering, IPO）也基本上被停止。证券市场筹资功能的萎缩，导致直接融资比例显著下降，金融风险进一步向银行转移。而国有银行由于机制不畅，根本无法接纳大量的民间资金，也不能满足国有企业对于廉价资金的需求，大量的民间资金没有投资的渠道，而民间非法金融的泛滥直接危害到了社会稳定，而与此同时我国的国内生产总值（Gross Domestic Product, GDP）却以每年8%~9%的速度高速增长，股市与宏观经济完全背离。从2005年开始的股权分置改革很快地就改变了证券市场的局面，到2007年95%的上市公司已经完成了股改，其顺利程度是我国体制转型以来所有制度改革中前所未见的（华生，2007）。股改后的证券市场迎来了2007年的暴涨。但是股权分置改革完成后，我国资本市场的过度投机问题依然没有得到解决，上证指数在不到两年的时间内，从不到1 000点上升到6 100多点，然后又大幅下跌，这既不能从我国宏观经济运行中找到答案，也不能从股权分置改革中找到足够的理由。自2006年以来，大多数股票的价格翻了几番，有些股票的价格更翻了十几番，甚至几十番。股市中创新出的权证本来是为了分散风险，减少投资中的不确定性，但实际权证上市后，其价格大幅波动，落差达到几十倍以上，价格远远背离价值。这表明股权分置改革之后的中国证券市场离一个成熟的证券市场还相距甚远。

资本市场是经济运行的润滑剂，建立一个有效的资本市场不仅

能够促进资源的合理流通，优化资源配置和提升产业结构，更主要的是能够使得经济权利主体摆脱行政权力主体对于企业融资及资本流动的控制，有助于完全市场经济体制的建立。股权分置作为一项过渡性制度安排直接起源于计划经济，它是在计划经济依然占主导地位的条件下建立资本市场的改革努力和一种策略措施，而最终的结果将是建立一个完全由市场主导的资本市场体制。在整个股权分置改革过程中，股权分置改革产生的利益冲突基本上涵盖了所有参与中国市场经济转型的利益主体，资本市场同时也是经济运行的发动机，研究股权分置制度的演化过程可以使我们得到一个研究中国转型的样本，来揭示中国体制转型的规律和成功经验。对股权分置制度从出现到废止的整个过程进行全景式分析，使得我们可以了解股权分置改革后面隐藏的权利义务关系，以及在这场改革中，中央政府、地方政府、国有上市公司，民营上市公司以及机构投资者和散户之间的博弈关系。为什么股权分置这样一个被利益博弈方所有参与人都认为是危害资本市场功能发挥的一种过渡性制度维持了那么多年？为什么股权分置改革选择在 2005 年启动，并且改革一旦启动又如此顺利地在短时间就完成了？为什么我国的资本市场与国外资本市场的发展呈现出了一种反向的高级化，即在资本市场中间接融资要比直接融资发达，而在直接融资中股权融资又比债券融资发达，在证券市场中代表证券市场最高发展阶段的主板市场又比创业板、二板市场发达，而最基本的柜台交易直至今日依然被禁止？从分析中能够得到从计划经济向市场化过渡的一般条件是什么？是不是具有必然性，有没有推广的价值？通过对股权分置这个过渡性制度安排的典型案例的分析，希望找出过渡性制度安排平滑转型的一般条件，得出的经验能够用来指导我国资本市场乃至经济体制和政治体制的完善，并拿出一些初步的可行方案。

股权分置作为过渡性制度安排的典型案例，包含了过渡性制度安排的各种要素，也体现着过渡性制度安排演化的一般条件，因此也就反映了中国平滑转型的一般条件和规律。本书把股权分置放在

中国经济体制转型的大背景下，联系国企改革和资本市场（主要是证券市场）两个方面，从股权分置制度的产生和发展、恶化到改革的全过程，对股权分置的制度演化过程进行了全景式的考察，并对其进行了深入研究。股权分置制度中包含着四个行为主体，即中央政府、地方政府、上市公司（主要是国有企业）、投资者（代表广大民众和民间力量）及其利益关系。他们之间利益博弈的焦点的具体内容，是对社会新增金融资源也就是经济剩余的控制权和使用权。这种权利就是各个行为主体的产权，对于政府特别是中央政府来说，在博弈中使用的是行政权力，其他的行为主体特别是投资者虽然没有行政权力，但是仍然能够凭借自己的产权作出选择，并且制约和影响中央政府的决策。正是这些行为主体之间的利益博弈推动着股权分置制度的演化。

笔者的结论是：只有符合效率原则的制度安排和改革措施才能达到各方多赢的结果，只有符合市场经济原则的制度安排和改革措施才能提高效率，因此各方博弈的最终结果是朝着市场经济的方向演进。所以，股权分置制度演化的实质，是权力与权利及其各方利益之间的博弈。

现有的研究中已经有大量的文献从不同的角度研究了我国证券市场和股权分置问题。这些观点都认为股权分置是危害我国资本市场功能发挥乃至社会稳定的关键问题，并且针对股权分置提出了各种解决方案。但是这些文献存在着以下缺陷：

第一，现有的文献大多都是具体研究证券市场和股权分置某一个方面的问题，而且考虑的要素大部分仅仅包括证券市场的参与主体，不能全面考察股权分置乃至整个资本市场存在的问题，得出的结果也差强人意。

第二，现有文献大多从实证的角度，利用一些国外成熟的数学模型来分析中国的股权分置问题，得出的结论有些自相矛盾。

第三，也有大量的文献从制度和制度变迁的角度来考察证券市场制度缺陷的原因，但是大都是采用新制度经济学的一些原理来考

察制度变迁过程，主要着眼点在于制度变迁的成本分析，以及在制度变迁过程中的政府行为、企业行为及投资者行为的分析，这种分析不能揭示出行为背后的权利和义务关系，也就不能分析出导致制度变迁的根本原因。

第四，现有的文献大多将股权分置及资本市场的制度问题和其他经济改革领域的问题割裂了。其实，整个转型过程及建立市场化制度体系的过程是一个整体，在股权分置改革过程中就牵涉了国企改革问题、财政制度问题、金融制度问题、中央和地方关系问题以及意识形态等各种问题。

第五，现有的文献对股权分置乃至资本市场制度的研究大部分是从1990年深沪两地设立股票市场开始，即便更早也只是上推至1984年我国发行股票开始，但是股权分置之所以出现，其根本原因就在于我国实行的是渐进式平滑转型，因此研究股权分置需要从1978年甚至更早开始研究。

第六，也有文献将制度变迁与其背后的权利义务关系作为研究重心，比如何帆的《为市场经济立宪——当代中国的财政问题》、刘晔的《资本市场发展与财政制度变革》，但是这些文献都不是专门研究股权分置问题的，仅仅在文章中涉及了资本市场制度和股权分置。

概括来说，尽管现有的文献从不同方面考察了股权分置和资本市场制度，但是还没有文献专门从股权分置背后的权利关系及其博弈的角度来全景式地分析股权分置及其改革的过程，这一领域的研究无论在理论层面还是在实证方面，目前都不尽如人意。股权分置虽然结束了，但隐藏在资本市场制度背后的权利博弈关系依然在影响着资本市场的建设，这都需要我们进一步地研究。

1.2 本书的研究思路

本书希望从股权分置这一过渡性制度安排背后隐藏的权利关系

入手,分析平滑转型的一般条件是什么,并且考察股权分置改革后资本市场存在的问题及解决的方案。通过股权分置改革的研究探寻导致股权分置问题存在及演变背后的权利关系及对我国转型的影响,总结出过渡性制度安排平滑过渡的一般条件,以及现阶段影响平滑转型的制约因素包括哪些方面,并借此提出解决方案。

为此,本书共分为七章,除导论外共分为四个部分,按照股权分置制度演化的逻辑顺序,逐次对每一阶段和每一方面的权利义务关系进行分析,指出推动每一阶段股权分置制度演化的动力构成及矛盾关系,最后对未来证券市场的制度建设提出建议及展望。

第1章导论。本章主要介绍研究的问题背景,本书的研究意义及我国证券市场存在的问题及症结所在,在此基础上明确本书的研究思路、方法及结构安排。本书研究认为,股权分置改革在中国经济体制改革中占据着重要地位,因此全景式地对股权分置改革过程进行了深入的研究。

第一部分包括第2章和第3章,主要阐述两方面内容:一方面主要以历史描述的方法介绍本书的研究对象——股权分置制度及其演化过程;另一方面,主要以文献综述的形式介绍和分析本书所要应用的理论工具,并进行了延伸阐述,为后面的分析提供理论铺垫。其中第2章介绍了股权分置的制度演化过程,按照时间顺序将股权分置的演化过程分为三个阶段,为后面的分析奠定基本的逻辑框架。第3章是文献综述和理论分析工具。因为本书的研究需要综合应用多个学科的多种理论工具,所以此章篇幅较大。在本章中介绍了产权、权力、制度和制度演化以及博弈论制度分析方法,这些理论虽然是本书所必需的概念和分析工具,但是具有较强的一般性。本章重点介绍了过渡性制度安排和适应性效率理论,此理论对于中国的平滑式转型和本书的研究具有更强的针对性,能够完全契合股权分置这种过渡性制度安排演化的研究。第一部分是正式展开股权分置问题研究所做的铺垫和准备。

第二部分是本书的主体部分,包括第4章股权分置和国有企业