

博士



股权分置改革的 制度视角

*Guquan Fenzhi Gaige de
Zhidu Shijiao*

杜伟岸 ■ 著



西南财经大学出版社

SOUTHWESTERN UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS

文庫

博士



股权分置改革的 制度视角

*Guquan Fenzhi Gaige de
Zhidu Shijiao*

杜伟岸 著

文庫



西南财经大学出版社
SOUTHWESTERN UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS

图书在版编目(CIP)数据

股权分置改革的制度视角/杜伟岸著. —成都:西南财经大学出版社, 2009. 8

ISBN 978 - 7 - 81138 - 466 - 6

I. 股… II. 杜… III. 股份有限公司—股份制—经济体制改革—中国 IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 126476 号

股权分置改革的制度视角

杜伟岸 著

责任编辑:于海生 黄惠英

封面设计:大 涛

责任印制:封俊川

出版发行:	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址:	http://www.bookcj.com
电子邮件:	bookcj@foxmail.com
邮政编码:	610074
电 话:	028 - 87353785 87352368
印 刷:	郫县犀浦印刷厂
成品尺寸:	148mm × 210mm
印 张:	6.375
字 数:	150 千字
版 次:	2009 年 8 月第 1 版
印 次:	2009 年 8 月第 1 次印刷
印 数:	1—1500 册
书 号:	ISBN 978 - 7 - 81138 - 466 - 6
定 价:	16.00 元

1. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。
2. 版权所有,翻印必究。

摘要

2005年4月29日，中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，标志着股权分置改革（简称股改）正式启动，这被认为是资本市场的重大历史变革。各方期望股改的成功能推动资本市场持续健康发展，而证监会也于2006年12月26日认为“股改基本完成”、“资本市场正在发生着转折性的变化”。但股票市场自2007年10月起，仅一年时间，就从6124点暴跌到1664点，市场信心极度疲弱、正常功能无从发挥。本书致力于对股改进行全面的制度解析，寻求其制度深化的途径。

从股权分置制度溯源分析，股权分置是在渐进式转轨改革的大背景下，秉承“增量改革”路线，选择临时性制度安排，在确保国有企业上市后国家绝对控股、国有资产不因股份上市流通而流失的同时，拓宽了国有企业的融资途径，更重要的是使中国股票市场获得了生存与发展的契机，有其历史合理性和必然性。

股权分置是特定时期的权宜之计，是市场机制对计划机制的让步，其负面作用随资本市场发展进程日益凸显。主要表现在对资本市场基本功能发挥的制约与对参与主体行为的扭曲及利益的伤害，同时也内生了对股改的需求。股改必须服从整体经济、金融改革的时序，对股改的外生需求的分析长期以来被忽略了。而在商业银行改革需要、监管归位需要、国有资产管理体制改革需要等股改外生需求中，推进商业银行改革的需要，是2005年股改得以实质启动的关键因素，这也说明了股改制度变迁的强制性特征。

在股改初次博弈中，非流通股股东在对价“开价”时，并未充分考虑流通股股东利益，而是存在明显的“锚定和调整”行为偏差。虽然不同公司的流通股股东在所付出的历史成本，与受非流通股的可流通冲击，有显著的差别，但并未能在对价确定中被充分体现，“锚定效应”从一个侧面反映了对价博弈过程的不公平性。虽然非流通股股东因此节约了对价博弈成本，获得了远高于流通股股东的正收益，但未能建立股东利益一致性的基础，对上市公司长远发展不利。

股改第一阶段制度安排存在重大缺陷，集中体现在“大小非”问题对市场信心的极大压制；政府必须充当股改制度深化的初级行动团体，而对“大小非”问题的根本解决则是制度深化成功的必要条件；由于股改契约是具有时际性与不完全性的关系性契约，对其治理并不存在理论障碍。本书所提以“大非承诺”为核心的股改制度深化对策，是在肯定股改必要性的前提下，对股改第一阶段制度安排的重大缺陷的改进。

Abstract

On April 29, 2005, the issuance of “Circular on Issues relating to Pilot Reform of Listed Companies’ Share Merger Reform”, by China Securities Regulatory Commission, signed the official start of “reform of share merger”, which has been thought as “milestone” in the history of China’s securities market. Every side expects the success of “share reform” can facilitate the healthy development of China’s capital market. The China Securities Regulatory Commission held that “the share reform had roughly succeeded” on Dec 26 in 2006, and “the capital market was experiencing the turning point change”. But since 2007 October, the stock index has sharply declined from 6124 point to 1664 point within only one year, the confidence to market is extremely weak and the capital market cannot normally function. This dissertation focuses on the profound institutional analyses into share reform and tries to quest the institutional deepening path of it.

In view of the origin of non – tradable shares institution, the

share merger reform was carried out under the background of the “step by step” transition reform. It has inherited the “increment reform” path and chosen the interim institutional arrangement. The reform not only has insured the absolute share control of the state on the listed state - owned enterprises and isolated the state assets from reducing because of the circulation of originally non - tradable state shares, but also augmented the financing channel for state - owned enterprises and most importantly, afforded development opportunities to Chinese stock market. All of the above have historic rationality and inevitability.

For the share merger reform is the makeshift in special stage and the concession of market mechanism to planned mechanism, so the negative influence will increasingly apparent with the development of capital market. The negative influence mainly embodies in the restrict of fundamental function exertion of capital market and the torture and harm to the participating entity, while which give birth to the endogenous demand of share merger reform. The reform has to submitted the time sequence of macro economy and financial reform, but the exogenous demand of share reform has been neglected for a long time. Among the exogenous demands, the demand on advancing commercial bank reform is the key factor for the essential start - up of share merger reform in 2005, and which also illuminate the compulsion character of the institutional evolution of share merger reform.

In the first stage game of share merger reform, the shareholders of non - tradable shares, in the process of bringing forward “consideration”, did not fully take account into the benefits of shareholder’ s of tradable shares, so there apparently were the “anchoring and adjustment” behavior biases. Though the historic costs paid by the shareholders of tradable share in different enterprises significantly dif-

fer in contrast to the circulation shock from non - tradable shares , which was not fully embodied in the “ consideration ratio ” . The “ anchoring effect ” in this dissertation reflects the injustice for the consideration game from one side. While the shareholders of non - tradable share in hence have retrenched the consideration game cost and gained the positive incomes outclassing the income of non - tradable shareholders , which will have disadvantages in the long - run development of listed companies without the construction of benefits consistency for all shareholders.

The share reform now is far from “ roughly succeeded ” , there are momentous defects in the first stage of institution arrangement , and which mainly embodies in the huge suppress of “ large and small non - tradable share ” on confidence in market. The government should act as the “ elementary action group ” in the deepening of share merger reform , while the ultimate settlement to “ large and small non - tradable share ” problem is the necessary condition of the success of institutional deepening. There isn ’ t theoretical obstacle to the governance of share reform contract in view that the share reform contract is the long - run and incomplete relationship contract. So in the precondition of confirming the necessity to the share merger reform , the nuclear countermeasure for deepening share reform , the “ large tradable shareholders ’ promise ” , brought forwarded in this dissertation is the improvement of momentous defects in the first stage institutional arrangement of share merger reform.

目 录

第1章 导论 1

- 1.1 问题的提出与研究意义 2
- 1.2 研究的主要内容 4
- 1.3 研究的技术路线 5

第2章 相关文献综述 7

- 2.1 股权分置改革相关理论与研究述评 8
 - 2.1.1 股权分置弊端及股权分置改革的必要性的相关研究 9
 - 2.1.2 股权分置改革方案的讨论 13
 - 2.1.3 股权分置改革的效应分析 17
 - 2.1.4 对于股权分置改革文献的总结 20
- 2.2 制度变迁理论 21
 - 2.2.1 制度变迁及其内涵 21

- 2.2.2 制度变迁的类型 23
- 2.2.3 制度变迁中的国家理论 25
- 2.3 相关契约理论综述 26
 - 2.3.1 契约及其内涵 26
 - 2.3.2 契约的基本特征 29

第3章 股权分置改革的制度需求与强制性制度变迁 33

- 3.1 股权分置改革正式启动前的股权分置状况 34
 - 3.1.1 股权分置制度安排的由来 34
 - 3.1.2 股权分置制度安排的形成逻辑 37
 - 3.1.3 股改正式启动前我国 A 股上市公司的股权结构 37
- 3.2 股权分置改革的内生需求 43
 - 3.2.1 发挥资本市场功能的需求 43
 - 3.2.2 平抑流通股股东与非流通股股东利益冲突的需求 54
 - 3.2.3 从股利发放角度的一个实证 57
- 3.3 股权分置改革的外生需求 62
 - 3.3.1 深化商业银行改革的需要 62
 - 3.3.2 “监管归位”的需要 63
 - 3.3.3 国有资产管理体制改革的需要 64
- 3.4 强制性制度变迁的启动 64
 - 3.4.1 法人股流通的试点探索阶段（1991—1999 年） 65
 - 3.4.2 国有股减持阶段（1999—2002 年） 66
 - 3.4.3 股权分置改革的正式实施阶段（2004 年至今） 69
- 3.5 本章小结 71

第4章 股权分置改革的初次博弈 73

- 4.1 股权分置改革的利益集团分析 74

- 4.1.1 制度变迁中的利益集团 74
- 4.1.2 股权分置改革中的利益集团 75
- 4.2 对股改对价博弈的分析 78
 - 4.2.1 流通权对价的含义及理论基础 78
 - 4.2.2 智猪博弈在股改博弈中的应用 80
- 4.3 对价形成的锚定效应 86
 - 4.3.1 启发式与锚定 86
 - 4.3.2 锚定效应分析在股改对价研究中的适用性 88
 - 4.3.3 研究范式的选择 91
 - 4.3.4 对价形成中锚定效应的实证证据 92
 - 4.3.5 股改对价锚定的心理机制与影响因素分析 96
- 4.4 本章小结 99

第5章 股权分置改革制度深化的动因与制约因素 101

- 5.1 股权分置改革初始制度安排的局限 102
 - 5.1.1 显失公平的问题契约 102
 - 5.1.2 状态依存性的短期均衡 106
 - 5.1.3 渐进思路下的激进改革 111
- 5.2 股权分置改革制度深化的动因 111
 - 5.2.1 内部动因：股权分置改革远未成功 111
 - 5.2.2 外部动因：经济形势趋向逆转 117
 - 5.2.3 资本市场系统风险开始爆发 120
- 5.3 解决“大小非”问题是股权分置改革深化的关键 122
 - 5.3.1 “大小非”问题根本逆转了股市供求关系 123
 - 5.3.2 “大小非”问题彻底紊乱了中国股市的发展预期 124
 - 5.3.3 “大小非”问题对冲所有的“救市”措施 124
 - 5.3.4 “大小非”市价集中减持的深层危害——吉林制药的案例 126

- 5.4 “边缘方案”的尝试与评价 128
 - 5.4.1 “大宗交易”方案 128
 - 5.4.2 “二次发售”方案 130
 - 5.4.3 可交换公司债方案 133
- 5.5 根本解决“大小非”问题的制约因素 135
 - 5.5.1 管理层的“股改契约不可调整论”与“政绩包袱” 135
 - 5.5.2 解决“大小非”问题需要多部门协调 136
 - 5.5.3 管理层干预市场的思维僵化 137
- 5.6 本章小结 138

第6章 股权分置改革的制度深化 139

- 6.1 最高决策层必须充当股权分置改革制度深化的初级行动团体 140
 - 6.1.1 股权分置改革制度深化关系中国经济发展全局 140
 - 6.1.2 股权分置改革制度深化初级行动团体的唯一性 146
- 6.2 “股改契约”的性质 150
 - 6.2.1 “股改契约”不具有“即时性”与“不可调整性” 150
 - 6.2.2 “股改契约”不具有“完全性”，亦非“最优契约” 152
 - 6.2.3 “股改契约”是具有“时际性”的“关系性契约” 155
 - 6.2.4 “股改契约”需要“治理机制” 157
- 6.3 股改制度深化的设计 159
 - 6.3.1 “治标”之策应速行 159
 - 6.3.2 “大非承诺”以治本 160
- 6.4 制度深化过程中的制度组合 163

- 6.4.1 建立证券市场监管统一协调机制 163
- 6.4.2 尽快地推出融资融券和股指期货 164
- 6.4.3 鼓励上市公司推行期权激励 164
- 6.4.4 调整“再融资”政策 164
- 6.4.5 建立股市平准基金 165
- 6.5 本章小结 165

第7章 结束语 167

- 7.1 本书基本结论 168
- 7.2 主要的创新点与研究展望 169
 - 7.2.1 主要的创新点 169
 - 7.2.2 研究展望 170

参考文献 171

后记 189

第 1 章 导 论

1.1 问题的提出与研究意义

中国证券市场的行情波动，与对中国资本市场的学术研究之间，似乎至少存在这样一种联系：每当股票价格指数（主要标尺还是上证综合指数）暴跌、大熊市来临，总能引起对中国资本市场存在的问题与前途的热烈讨论。

在前一个大熊市，也即从 2001 年以来，上证综合指数从 2245 点下跌到 998 点。在跌到 1300 点以下时，“股权分置”这一中国资本市场上市公司所独有的股权结构，逐渐成为各方关注的焦点。大家已经认识到股权分置对上市公司利益机制一致性的破坏，意识到我国资本市场实际上的低效率在很大程度上是由股权分置所造成的。

但解决这个问题谈何容易，此前“国有股减持”的种种尝试，趋向于赋予非流通国有股一定的流通性，却由于“与民争利”的思想作祟，一次次推出极不公平的减持方案，让市场“谈减持而色变”，成为投资者眼中的“高悬利剑”。

2005 年 4 月 29 日，中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，标志着股权分置改革（以下简称股改）的正式启动，这被认为是中国资本市场具有历史意义的重大变革事件。由于此次股改的思路与以往相比，从立意上着眼资本市场的可持续健康发展；从利益分配上开始承认流通股股东获得补偿的权利；从程序上赋予流通股股东一定的表决权利。各方对此次股改抱有很高期望，希望股改的成功能真正推动中国资本市场的持续健康发展。

经历了试点初期的小小波折，股改的推进相当顺利，市场

也在两年时间里摸高 6000 点以上，走出了波澜壮阔的大牛市行情。股改促行情、行情助股改的良性循环似乎已经出现，而证监会也于 2006 年 12 月 26 日认为“股权分置改革基本完成”、“资本市场正在发生着转折性的变化”。但自 2007 年 10 月起的仅一年时间，市场出现了自 6124 点到 1664 点的暴跌，市场信心极度疲弱，股市正常功能无从发挥，迄今仍然处于弱势运行阶段。

为什么在股改制度背景下，证券市场的暴涨暴跌似乎比股权分置时代犹有过之？如果在股权分置时代还可以期待股改，那股改之后的乱象又如何应对？国内以股改事项为对象的研究文献数量不少，但存在研究思路零散、研究主题分散的特点，未能呈现对股改全面、系统研究的态势。笔者意识到，从制度视角持续研究这一中国资本市场重大改革事件，可能是具有较好可持续性的研究范式。

本着对股权分置改革进行全面制度解析的目的，本书致力于以下基本问题的研究与讨论：

（1）股权分置制度安排的形成逻辑是什么？股权分置改革的制度需求是如何产生的？

（2）股权分置改革中存在哪些利益集团？对价博弈的结果公平性如何？

（3）如今的证券市场疲弱，是股改本身的方向有误，还是由于股改制度安排的缺陷所致？

（4）如果股改需要制度深化，其动因何在？

（5）股改现有的对“大小非”的制度安排会产生什么样的影响？股改契约是不可调整的吗？

这些问题的回答和研究，可以为股权分置改革的必要性提供新的理论支持，同时对股改中对价博弈的性质，对股改的阶段性客观评价，寻求其制度深化的途径等都具有重要的理论和

实践价值。

理论意义：有助于提供研究股改问题的系统研究框架。

现实意义：能够对股改制度建设深化提出有益的建议。

1.2 研究的主要内容

本书共分为七章，各章的主要内容阐述如下：

第1章为导论，主要对论文进行一个简要介绍，具体包括研究背景与问题的提出、研究意义、研究的主要内容以及研究的技术路线。

第2章为文献评述，包括股权分置改革直接相关的研究及简评、对制度变迁理论基础的简要回顾、对契约经济学相关理论文献进行了扼要回顾。

第3章首先进行了制度溯源，讨论了股权分置制度安排的由来，指出其历史合理性和必然性；随之从股权分置对资本市场基本功能发挥的制约与对参与主体行为的扭曲及利益的伤害两个角度，讨论了股权分置改革的内生需求；在对股改外生需求的研究中，指出商业银行改革时序是其中关键；本章最后对股权分置改革强制性变迁进程进行了梳理。

第4章首先对作为博弈参与方的政府、证监会、非流通股股东、机构投资者、公众流通股股东、潜在投资者、保荐机构等的基本利益取向与行为趋向进行了分析；进行了股改对价的博弈分析；运用行为心理学著名的“锚定效应”理论，对股权分置改革中对价支付比例的制定与影响对价支付比例的因素两大问题进行分析和解释。

第5章主要讨论股权分置改革制度深化的动因与制约因素，