

股权分置问题的制度经济学思考

敬景程

摘要: 股权分置即流通股和非流通股的分离,是目前制约我国证券市场健康发展的根本问题。根据制度经济学的一般原理,股权分置会导致交易费用和社会成本的增加,资源配置效率低下;股权分置形成的原因是制度设计过程中的有限理性所致,股权分置的根治之道是通过制度创新,在证券市场的发展中渐进解决。

关键词: 股权分置 交易费用 有限理性 制度创新

一、导论

股权分置(或称股权分裂、股权割裂等),是指目前我国上市公司的股权结构中,流通股与非流通股分离的现象。根据中国证监会公布的数据,截至2003年12月,我国境内上市公司数(A、B股)为1287家,市价总值42457.71亿元,流通市值13178.52亿元,总股本6428.46亿股,投资者开户数7025.41万户。上市公司尚未流通股份合计4144.23亿股,占股份总数的64.5%;已流通股份总计2267.58亿股,占股份总数的35.3%。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3808.17亿股,占尚未流通股份的91.9%,占股份总数的59.2%。在发起人股中,国家股3046.52亿股,占尚未流通股份的73.5%,占股份总数的47.4%。以上数字说明,在目前我国上市公司的股权结构中,股权分置的问题十分突出,约2/3的股份尚未流通,仅有1/3的股份流通,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的减持、转让和上市流通问题。

近年来,国有股的减持、转让和上市流通问题,以及全部尚未流通股份的上市流通问题即“全流通”问题,成为牵动证券市场神经的最敏感的因素,成为业内人士、专家学者关注的焦点。中国人民大学金融与证券研究所课题组(2004)在其研究报告中认为,股权分置问题不解决,建立在信息真实基础上的资本市场透明度无法构建,资本市场公平、稳定的预

期机制难以形成,各类股东利益机制矛盾并与市场价格走势背离,各类股权完全平等之立法精神不能真正实现。吴晓求(2004)认为,中国资本市场股权流动性分裂的现状,严重影响了投资者的市场预期机制,是阻碍中国资本市场发展的最大障碍。张卫星(2002)认为,市场分割是中国股市全部问题的体制性根源。

本文运用交易费用经济学的一般原理,分析了股权分置所导致的交易费用和社会成本的增加,资源配置效率低下的情况,认为股权分置形成的原因是制度设计过程中的有限理性所致,指出股权分置的根治之道是通过制度创新,在证券市场的发展中渐进解决。

二、股权分置的交易费用

交易费用(或称交易成本)是制度经济学最重要的概念之一,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。Coase(1960)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。Williamson(1985)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、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。

首先,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。林毅夫(1989)认为,交易费用是社会竞争性制度安排选择中的核心,用最少费用

提供给定量服务的制度安排,将是合乎理想的制度安排,制度变迁通常需要集体行动,因此“搭便车”是制度变迁所固有的问题,而且,制度安排一旦被创始就会成为公共产品。作为人类制度创新的一项重要成果,证券市场最初也是自发形成的。现代证券市场的前身,最初只是商人和证券经营者的一种非正式聚会。此后,西方发达国家的证券市场逐步建立起一套完善的制度,这套制度在发展中国家建立证券市场时成为模仿和参考的对象。证券市场的基本制度是一个制度安排集合,由一系列的制度安排构成,它一经创立,便具有公共产品的性质,制度的模仿国和引进国可以不向制度的创新国支付任何费用便获得该制度的使用权,而且可以吸取制度创新国的经验教训,发挥制度建设的后发优势,促进本国的制度进步和经济繁荣。韩国、新加坡、中国香港、中国台湾等新兴工业化国家和地区证券市场的发展印证了这一点。因此,如果舍去各国证券市场的具体条件,从抽象的理论角度分析,后起设立证券市场的国家应比最早设立证券市场的国家支付较低的制度建设费用,具有较低的制度失败风险。以1990年深圳证券交易所和上海证券交易所的成立为标志,中国证券市场诞生于一个世界资本市场高度发达的时代,证券市场已有数百年的历史,作为一种经济制度,无论发达国家的证券市场,还是发展中国家的证券市场,都已相当完善,相当成熟。在中国,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。即便如此,根据当时已有的证券市场理论和实践,“设计”并“制造”出一个具有证券市场基本功能的中国证券市场,应该不是一件困难的事情。但实际情况却令人大失所望,参与制度设计的人为了避免被人批评搞“私有化”,特别决定: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。这就是中国股权分置问题的由来。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,另一方面制度收益为负,是制度设计的败笔。

其次,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。任何一种新的制度安排,无论是诱致性制度变迁的结果,还是强制性制度变迁的结果,其运行都受到制度参与者的参与意愿约束。中国证券市场的建立,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,而中国国有企业整体的低效率,不但使财政不堪负重,而且将中国的国有银行拖入巨额不良资产的深渊。如何既能从老百姓的钱袋子里套出钱来,又能确保政府(部门)对国有企业的控制权呢?对政府(部门)而言,股权分置是一种最佳的选择。但是对股权分置制度的其他参与方而言,却是一种不得已的选择,因为政府垄断了证券市场的制度供给,市场上不存在一个与股权分置制度相互竞争的制度安排,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,他也没有制度选择的余地。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,必然导致非流通股股东和流通股股东的利益冲突。Williamson(1985)形象地把交易费用比喻成物理学中的摩擦力,股权分置造成非流通股股东和流通股股东价值目标的不一致,利益矛盾十分尖锐,与股权同一的制度相比,股权分置具有更大的“摩擦力”,从而具有更高的交易费用。

最后,与股权同一的制度相比,股权分置额外增加了难以估量的制度变革费用。张曙光(1992)认为,制度变革成本虽然是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。解决股权分置问题要付出多大的制度变革成本?这是难以准确计量的,但是我们可以从2001年6月以来中国股市的市值损失中,清楚地认识到这将是一笔多么巨额的费用。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》(以下简称《办法》),随之开展的国有股减持工作,使得沪深股市经历了急风暴雨般的下跌。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全流通的心理预期却无法消除。上证指数从2001年6月中旬的2245点跌至2003年11月中旬的1300点,70%以上的股票创历史新低,股市总市值损失约2.8万亿,其中流通股股东市值损失近9000亿,7000万投资人损失惨重。《办法》停止执行后,国有股向境内机构和外商的转让加速,但是,这种转让只是改变了国有股的身份,而没有解决

其流通问题。从长远来看,这些转让给境内机构和外商的国有股和法人股最终还是要上市流通,这使现在的流通股股东将承受更大的政策风险,特别是外商受让的国有股,其流通问题更难解决,将是一个更大的法律难题。因此,国有股的场外转让,不但没有使股权分置问题得到改善,反而使这一问题更加复杂化。所以,一方面是国有股的转让加速,另一方面是股市的持续下跌,到2003年11月中旬,相当一部分股票的价格跌到其净资产附近,与场外转让价格相近。总之,股权分置已经让证券市场的参与者(其中主要是流通股股东)付出了巨额的制度变革费用,时至今日,这种巨大的付出还没有得到任何的收益。

三、有限理性与股权分置的形成

Coase在其《社会成本问题》(1960)一文中提出了著名的“科斯定理”:若交易费用为零,无论权利如何界定,都可以通过市场交易达到资源的最佳配置。显然现实经济生活中交易费用不可能为零,由此人们推出“科斯反定理”或“科斯第二定理”,即在交易费用为正的情况下,不同的权利界定,会带来不同效率的资源配置。中国证券市场股权分置的制度,与其他市场经济国家的证券市场制度相比,一方面交易费用更高,另一方面资源配置效率极低,因此完全可以将其实纳入“低效制度”的行列,是什么原因导致了这一“低效制度”的产生?

从股权分置产生的时代环境来分析,人的有限理性是主要原因。人的有限理性是Arrow(1951)引入的一个原理,他认为人的行为是有意识地理性的,但这种理性又是有限的。在North(1971)看来,人的有限理性包括两个方面的含义,一是环境是复杂的,在非个人交换形式中,由于参加者众多,同一项交易很少重复进行,所以人们面临的是一个复杂的、不确定的世界,而且交易越多,不确定性就越大,信息也就越不完全;二是人对环境的计算能力和认识能力是有限的,人不可能无所不知。North还认为,制度是一种社会博弈规则,是人们所创造的用以限制人们相互交往的行为的框架。股权分置的制度是中国证券市场有别于其他证券市场的一种独特的博弈规则,它的产生,源于该规则设计者的有限理性,它的带病运行,源于该规则参与者的有限理性。

(一)有限理性与政府行为

中国证券市场从酝酿到成立,正是1990年前后。在当时的情况下,整个制度环境与市场经济是不相容的,与市场经济的产物——证券市场是相互

排斥的。当时,计划经济在中国处于主导地位,由于受1989年6月政治风波的影响,一些西方国家对我国实行“制裁”,1989年下半年,东欧5国发生“剧变”,因此,在意识形态方面,“防止和平演变”被一些人所强化,“市场经济”、“资本”、“证券市场”等概念,在一些人的心目中就等同于资本主义。因此在当时的环境下,要在中国建立证券市场,其难度可想而知,制度的设计者不但要面临制度失败的风险,而且还面临一系列政治风险。但是另一方面,在坚持改革开放的人士看来,当时的中国又急需催生证券市场这一制度,建立证券市场,可以向世界发出一个明确的信号:中国的改革开放并未停步,同时,也给饱受资金困扰的国有企业开辟了一条新的融资渠道。环境约束和应急需要,使中国证券市场的制度设计必然偏离市场经济条件下证券市场的基本规则。计划经济的大环境使中国证券市场从一出生开始,便深深地打下了计划经济的烙印;意识形态的刚性和自身面临的高政治风险,使制度的设计者不得不向传统势力做出妥协;作为一种应急工具,无论出于政治目的还是经济目的,使这一制度设计粗糙,急功近利,仓促出台。正是由于这一系列条件的限制,使制度设计者不能理性地、从容地设计出一个有利于中国证券市场长远发展的制度规则。

(二)有限理性与非流通股股东行为

在股权同一的制度下,同种股票(如同为普通股)在同一时间、同一市场按照相同的价格发行,每一股份表示对公司具有相同的剩余索取权和控制权。除对少数特殊股东(如发起人)持有的股票的流通性加以短期限制外(通常为1年),其他股东持有的股票在上市后可以流通,股东根据所持股份的多少对公司拥有相应的剩余索取权和控制权。控股股东只有付出较多资金购买到足够数额的股份后,才能对公司拥有较大的控制权。股东的收益主要来源于两方面:一是公司盈利后的分红;二是通过证券市场出售股票获得的溢价收入。控股股东和其他股东之间虽然也有矛盾,但根本利益是一致的:公司盈利越多,公司股票价格上涨越高,大家的分红或出售股票的溢价收入也越多,当然控股股东的收益更多;相反,公司亏损越大,公司股票价格下跌越多,大家损失也越大,当然控股股东的损失则更大。因此,在股权同一的制度下,股东的利益目标是一致的,风险和收益是对等的,权利和义务是公平的。

在流通股和非流通股分别定价的“股权分置制度”下,作为流通股的社会公众股按市场发行价购买,而作为非流通股的国有股和法人股按面值购买,

在实际操作中,又人为地将非流通股的比例控制在2/3左右,流通股仅占1/3,供需矛盾扭曲了流通股的价格,使流通股的发行价格是非流通股的数倍甚至数十倍。非流通股股东低价持有的非流通股,除了不能在证券市场流通外,其他方面的权益与流通股相同,即按持股份额而不是按购买价格对公司拥有剩余索取权和控制权。流通股股东的收益仍然主要来源于两方面:一是公司盈利后的分红;二是通过证券市场出售股票获得的溢价收入。而非流通股股东的收益来源发生了巨变:其收益主要来自流通股高溢价发行导致非流通股每股净资产的增值;其次来自配股、增发等再融资手段导致非流通股每股净资产的继续增值;第三来自于公司盈利后的分红;此外,还可通过二级市场利用内幕信息非法炒作本公司的流通股获利。这样的制度安排必然造成流通股股东和非流通股股东的利益冲突:(1)在公司控制权方面,非流通股股东以很少的出资(经评估的净资产)便拥有了2/3左右的绝对控制权,由于股份不流通,其控制权不会受到证券市场上潜在收购方的威胁,而流通股股东出资是非流通股股东的数倍甚至数十倍,却只能拥有公司1/3左右的控制权;(2)在公司治理方面,非流通股股东拥有公司的绝对控制权,而它的收益来源与流通股股东有很大的差别,它更热衷于通过证券市场高溢价发行流通股,通过利润操纵获得配股、增发等再融资权,通过二级市场利用内幕信息非法炒作本公司的流通股获利,而对搞好公司治理,提高公司业绩缺乏动力,因此,新股“一年好,两年差,三年ST,四年PT”是中国不少上市公司的真实写照。因此,在这种制度下,股东的利益目标是不一致的,风险和收益是不对等的,权利和义务是不公平的。而这一极端不合理的制度,在我国证券市场却运行了十多年,至今没有得到任何实质性的改善。

(三) 有限理性与流通股股东行为

盛洪(1995)认为,对于“人们为什么会选择对自己不利的制度”这一问题,会有很多解释。比如,可以把这种制度的出现视为是少数人的阴谋,多数人之所以没有反对是因为他们受了欺骗,然而这种解释很容易被归结为信息不完善的问题。

流通股股东为什么会选择对自己不利的股权分置制度呢?笔者认为政策环境的复杂性、制度供给垄断与产权残缺、投资者的有限理性等因素共同作用的结果。

首先,从政策环境的复杂性来看,中国证券市场诞生于一个特定的时期,政治环境、经济体制、意识

形态等方面的约束,使中国证券市场从制度设计开始就偏离了正常的轨道。制度设计的最初目的,就是在保证国家(通过持有国有股)和集体(通过持有法人股)拥有对公司绝对控制权的前提下,通过出售部分流通股为国有企业的改革和发展筹集资金。一方面要尽可能地坚持公有制成分在上市公司中的控股地位,另一方面又要尽可能地筹集更多的资金,很显然这是一个两难的选择:国有股股东和法人股股东要保持控股地位,可供出售的股票就少,筹集的资金就有限;反之,增加流通股股票出售量,筹集的资金增多,但控股地位下降。在实践中,解决这一难题的办法就是:(1)为了增加筹资渠道,使股权结构人为地复杂化。我国上市公司的股本有国家股、法人股、A股、B股、H股、内部职工股和转配股之分,其中,国家股、法人股、内部职工股和转配股不能在市场上自由流通,A股、B股和H股虽然可以在股票市场上自由流通,但其流通市场是彼此分割的。(2)尽可能地提高流通股的发行价格。由于流通股仅占上市公司股份总数的1/3左右,股票供给不足,加之股票在一级市场和二级市场之间的高额差价,使一级市场常年囤积着大量申购新股的资金,供需矛盾突出,从而保证了流通股的高溢价发行。(3)通过利润操纵等手段,获得配股、增发等再融资机会。(4)政府通过政策调控,维持股市的虚假繁荣。国有企业对外部资金的刚性依赖引发国有企业对中央政府的倒逼,为满足国有企业对资金的需求,政府需要二级市场的繁荣来逆向拉动一级市场的扩容。总之,政策环境的复杂性降低了投资者的认识能力,使他们对股权分置的弊端缺乏清醒的认识,陷入“制度迷途”而不能自拔。

其次,从制度供给垄断与产权残缺来看,中国证券市场的一系列制度安排的产生不是市场自发形成的,而是政府推行的结果,政府垄断了证券市场的制度供给,私有产权的残缺使投资者失去了对自有资金自由支配的权利,不得不在一个对自己十分不利的制度下参与博弈。张宇燕(1994)认为,统治者的偏好和客观存在的利益集团,必然对制度施加各种影响,使制度带有“非中性”的特征。所谓制度非中性,是指同一制度对不同的人意味着不同的事情,在同一制度下不同的人或人群所获得的往往是各异的东西,而那些已经从既定制度中或可能从未来某种制度安排中获益的个人或集团,无疑会竭力去维护或争取之。政府与国有企业的天然联系使其不可能从根本上出台一个对流通股股东有利的制度安排,而且政府作为国有股的所有者,出于“理性经济人”的

动机,也会利用自己在制度供给中的垄断地位,通过出台对自己更有利的制度,从流通股股东身上“榨取”更多的财富,实现自己垄断收益的最大化。同时,为了固化自己的垄断收益,政府不会主动出台一个“正常的制度”与自己单边获利的“不正常制度”相竞争,制度的国内竞争难以形成。二板市场迟迟不能建立的原因之一,就是有人担心它会分流主板市场的资金。如果一个公平、公正、合理、规范的二板市场一旦建立,目前弊端丛生、积重难返的主板市场会像弃妇一样被投资者所抛弃。由于私有产权的残缺,投资者通过境外证券市场投资的权利受到严厉管制,制度的国际竞争被阻隔。所谓私有产权的残缺,是指由于国家的干预和管制,使产权的完备性遭到破坏,或者使产权所有者的财产权利受到限制。产权的残缺使中国的投资者失去了选择“合理”制度的机会。“别无选择”的投资者,只好选择对自己不利的股权分置制度。

最后,从投资者的有限理性来看,由于环境的不确定性,信息的不完全性,以及人的认识能力的有限性,人们难以保证所有的选择对自己都是有利的。中国证券市场的投资者虽然人数众多,目前已经超过7000万户,但是以散户为主,机构投资者较少,尤其是在证券市场建立的初期,这种情况特别突出。散户为主的投资者构成,使得他们获取信息、加工信息、做出正确决策的能力十分有限。从入市的时机来看,有一部分投资者是在一级市场申购新股中签后入市的,绝大部分投资者是在二级市场购买股票入市的。陈工孟等人(2000)的实证研究结果显示,中国股票一级市场的上市首日收益远远超过同期其他任何发达国家市场、发展中国家市场和新兴国家市场。因此对于从一级市场入市的投资者来说,虽然比非流通股股东付出了高额的持股成本,但是与从二级市场入市的投资者相比,其获利空间和获利机会都很大。那么是什么原因导致了投资者冒险从二级市场高价入市呢?一是中国的投资渠道有限,资本市场发展不均衡,债券市场和期货市场规模有限,只有股票市场畸形发展。二是流通股仅占上市公司股份总数的1/3左右,而居民存款居高不下,只要其中部分资金入市,就会形成对流通股的巨大需求。三是中国的证券市场不是自发形成的,也不是政府强加的,而是政府通过诱导(如早期市场低迷,政府官员率先垂范购买股票)和政策调控等措施“培育”而成的,带有显著的“政策市”特征,投资者对政府政策期望过高。四是对股市的风险认识不够,股权分置的制度,使中国的上市公司绝大多数都既无

投资价值,也无投机价值,中国股市的风险主要是制度风险和政策风险,而投资者更多的只关注经济风险,对制度风险和政策风险缺乏清醒的认识,加之制度风险和政策风险具有突发性,投资者更难以把握。

“从长期看,‘对自己不利的制度’最终是要被淘汰掉的。只要时间足够长,只要‘对自己不利的制度’出现的次数足够多,人们就会逐渐把公共选择过程中的弊端和‘对自己不利的制度’联系起来”(盛洪,1995)。2001年6月,《办法》的出台,终于让广大投资者认清了股权分置制度的真面目,投资者以“吾与汝偕亡”的勇气,坚决地“用脚投票”以表达与这一制度的决裂,使沪深股市经历了两年半的单边下跌,大盘岌岌可危,迫使政府宣告市价减持国有股政策的失败。

总之,正是由于有限理性的存在,导致了股权分置制度的产生;股权分置使非流通股股东和流通股股东的利益严重失衡,矛盾冲突难以协调;非流通股股东和流通股股东各自最大化自身利益的非合作博弈策略,是个人(个体)理性的自发作用,其结果将导致团体(集体)理性的丧失。

四、制度创新与股权分置的治理

(一)戴维森和诺斯的制度创新理论

戴维森和诺斯(Davis,LanceE. and North,Douglass C.,197)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,即技术创新往往是采用技术上一种新发明的结果,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结果。只有在预期纯收益超过预期成本时,技术创新才得以实现;同样的道理,只有在预期纯收益超过预期成本时,制度创新才能成为可能。

制度创新可以概括为以下5个步骤:第一步,形成“第一行动集团”(即预见到潜在利益,并认识到只要进行制度创新就可以得到这种潜在利益的决策者)。第二步,“第一行动集团”提出制度创新的方案,如果还没有可行的现成方案,那就需要等待制度方面的新发明。第三步,在有了若干可供选择的制度创新方案之后,“第一行动集团”按照最大利益原则进行比较和选择。第四步,形成“第二行动集团”(即在制度创新过程中帮助“第一行动集团”获得利益的单位)。它能促使“第一行动集团”的制度创新方案得到实现。第五步,“第一行动集团”和“第二行动集团”共同努力,实现制度创新。

戴维森和诺斯认为,制度创新可以在三级水平

上进行,即由个人进行,由合作团体进行,或由政府机构进行。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。在任何一种情况下,都包括以下变量,即“第一行动集团”从制度创新中得到的预期纯收益、进行制度创新的预期成本、为制度创新而付出的预期经营成本、付出成本时间和取得收益时间的一段间隔和利息率等。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),要根据预期纯收益的大小来决定。如果各种方案的计算结果都使预期纯收益为负数,那么这时谁也不会去进行制度创新。

以上就是戴维斯和诺斯的制度创新理论的要害。他们认为,这一理论不仅可以用来解释历史上制度创新的原因和过程,而且可以预测未来的制度创新的方向和趋势。

(二) 证券市场制度创新的目标、任务与原则

1. 证券市场制度创新的目标和任务

中国证券市场的发展将经历三个主要阶段:创立阶段、市场化阶段和国际化阶段,在三个主要阶段之间,还要经历两个过渡阶段:由创立阶段向市场化阶段发展的过渡阶段、由市场化阶段向国际化阶段发展的过渡阶段。中国证券市场发展的最终目标,是建立一个功能完善、制度健全、符合国际惯例并与国际资本市场接轨、有利于境内外各类投资主体广泛参与的高度发达的证券市场。要完成这一最终目标,还要经历相当长的时间。市场化阶段是中国证券市场进程中承前启后的重要阶段,这一阶段的根本任务,是建立一个透明高效、结构合理、机制健全、功能完善、运行安全、充分发挥市场在资源配置中的基础性作用,有利于各类企业筹集资金、满足多种投资需求和富有效率的统一的证券市场。目前,中国证券市场正处于由创立阶段向市场化阶段发展的过渡阶段,这一阶段的根本任务,是消除妨碍中国证券市场市场化的一切体制性障碍,为实现中国证券市场的市场化扫清道路。中国证券市场创立于一个特殊的时期,由于建立初期改革不配套和制度设计上的局限,证券市场还存在一些深层次问题和结构性矛盾,制约了市场功能的有效发挥,其中股权分置问题是当前制约中国证券市场市场化发展的最根本的制度缺陷,必须妥善加以解决。

解决股权分置问题的根本任务,是消除目前中国证券市场流通股和非流通股的分割状态,使上市公司所有的股份在明确的期限内都具有可流通的权利,实现股权同一,真正做到同股同价、同股同权、同

股同利,有利于各类投资者公平地参与股票的发行与交易,有利于所有的股东公平地参与公司治理,有利于提高证券市场的资源配置效率。

2. 证券市场制度创新的原则

(1) 公平原则

公平原则要求平等地对待和处理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,同股同利有着明文规定,股东向公司投入的资本额是享受股东权利的的必要条件和唯一依据。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,公平地对待流通股股东、非流通股股东和股票市场的全体投资者,平稳地实现股票全流通。

(2) 共赢原则

共赢原则是市场经济条件下,利益相关者之间利益分配应坚持的原则,因为在市场经济条件下,市场参与者享有参与或退出某项经济活动的完全自由,如果利益分配是单赢的,那么失利的参与者会退出,从而导致经济活动的解体。股权分置制度最大的弊端,就是事实上它是一个使非流通股股东单赢、流通股股东受损的制度,这一制度已经严重阻碍了中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) 稳定原则

稳定原则是渐进式制度变迁所坚持的原则,正确处理改革发展与稳定三者之间的关系,是我国改革开放取得伟大成就的基本经验之一。股权分置制度在中国带病运行了十多年,造成2/3的股票处于非流通状态,要解决如此庞大数量的股票的流通问题,必须坚持稳定原则,坚持改革的力度、发展的速度与市场可承受程度的统一,处理好改革、发展、稳定的关系;坚持用发展的办法解决前进中的问题,处理好加快资本市场发展与防范市场风险的关系;坚持循序渐进,实现由股权分置向股权统一的平稳过渡。

(4) 效率原则

效率原则是检验改革成功与否的重要标准之一,坚持公平与效率并重,既是改革的出发点,也是改革的落脚点。股权分置制度是我国证券市场市场化的最大障碍,我们已经多次错过解决这一问题的良好时机,随着时间的推移,这一问题越积越深,最终将积重难返。随着我国各项入世承诺的落实,我国资本市场的对外开放越来越临近,我国资本市场将面临

国际资本市场的激烈竞争,如果我们不能建立一个有效率的证券市场,我们将最终失去这一市场。

(三) 政府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,即由个人进行,由合作团体进行,或由政府机构进行。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),要根据预期纯收益的大小来决定。如果各种方案的计算结果都使预期纯收益为负数,那么这时谁也不会去进行制度创新。

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效应和财富创造效应得不到应有的发挥,其财富转移效应却过度扩张,通过这一不合理的制度安排,广大流通股股东的财富急剧地向非流通股股东转移,非流通股股东财富暴增,而流通股股东损失惨重。股权分置制度的出台和长期带病运行,作为这一制度的决策者和维护者的政府具有不可推卸的责任!由于非流通股主要由国家股和国有法人股构成,政府是其真正的唯一的合法的所有者,这一天然联系使得中国的股权结构,从表面上体现为“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,股权分置制度得以产生,得以畸形扩张。

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,股权分置将导致中国证券市场的崩溃,其崩溃的时期在中国实行资本市场开放,取消境内投资者境外投资的限制之时。到那时,境内投资者将离场而去,到更公平更合理更有效率的境外资本市场投资,这一进程随着中国各项入世承诺的落实而为期不远。如果是真正“理性的经济人”,政府应在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中国证券市场,只有这样,政府才能保障自己的长期利益。

总之,解铃还待系铃人,和其他制度的变迁一样,股权分置制度的变迁取决于政府。目前在政府的收益为正,同时缺乏与股权分置制度相竞争的制度环境下,政府缺乏变革的动力和压力,这是股权分置问题长期得不到解决的根本原因。

参考文献:

1. Coase, Ronald H. , 1960. “ The Problem of Social Cost . . . ”

LowandEconomics, Volume 3, October .

2. Coase, Ronald H. , 1988. “ Notes on The Problem of Social Cost ”, The Firm, The Market and The Law, University of Chicago Press

3. Coase, Ronald H. , 1937. “ The Nature of the Firm . . . ” Economica, November

4. Williamson, Oliver E. , 1985. “ Corporate Governance. ” Chapter 12 of The Economic Institutions of Capitalism . The Free Press

5. North, Douglass, 1971. “ Institutional Change and Economic Growth ” Journal of Economic History, March .

6. North, Douglass, 1981 “ A Framework for Analyzing Economic Organization in History ”, Chapter 4 of Structure and Change in Economic History New York: W. W. Norton & Company Inc . .

7. Buchanan, James M. , 1998. “ Constitutional Economics ”, Explorations into Constitutional Economics. Texas A&M University Press

8. Olson, Mancur, 1992. “ Foreword ”, in Todd Sandlerson . . , Collective Action: Theory and Applications. The University of Michigan Press.

9. Olson, Mancur, 1993 . “ Dictatorship, Democracy, and Development. ” American Political Science Review, Vol . 87, No . 3 September

10. Davis, Lance E . and North, Douglass C . , 1971. Institutional Change and American Economic Growth . New York: Cambridge University Press

11. Arrow, K. J. , 1951. Social Choice and Individual Values. John Wiley and Sons Inc .

12. [http://www . csrc . gov . cn](http://www.csrc.gov.cn) (中国证券监督管理委员会网站)。

13. 罗志如、范家骧、厉以宁、胡代光:《当代西方经济学说》,北京,北京大学出版社,1989。

14. 吴晓求:《股权流动性分裂的八大危害——析中国资本市场为什么必须进行全流通变革》,载《中国证券报》,2004-01-05。

15. 卢现祥:《西方新制度经济学》,北京,中国发展出版社,2003。

16. [美]迈克尔·迪屈奇:《交易成本经济学》,北京,经济科学出版社,1999。

17. 林毅夫:《诱致性制度变迁与强制性制度变迁》,见盛洪:《现代制度经济学》,北京,北京大学出版社,2003。

18. 张曙光:《论制度均衡和制度变革》,载《经济研究》,1992(6)。

19. 张宇燕:《利益集团与制度非中性》,载《改革》,1994(2)。

20. 陈工孟、高宁:《中国股票一级市场发行抑价的程度与原因》,见刘树成、沈沛:《中国资本市场前沿理论研究文集》,北京,社会科学文献出版社,2000。

21. 中国人民大学金融与证券研究所课题组:《消除股权分裂重构市场基础》,载《中国证券报》,2004-01-09。

22. 张卫星:《“全流通”是解决中国股票市场问题的关键》,载《上海证券报》,2002-02-19。

23. 敬景程:《论利益均衡与公司治理绩效》,载《云南社会科学》,2003(5)。

24. 敬景程:《利益相关者博弈均衡与公司治理绩效》,载《四川大学学报》(哲社版),2004(4)。

(作者单位:四川大学经济学院 成都 610064)

(责任编辑:Q)