

# 博弈论视野下的股权分置改革

□ 陈欣慰 谢绵陞

**摘要：**股权分置改革的本质是非流通股与流通股之间关于非流通股流通权的讨价还价博弈，博弈主体是非流通股与流通股，而不是上市公司、历史流通股等。对价博弈中，非流通股拥有先动优势和耐心优势，不利于保护流通股东的权益；而“未完成股改，暂停再融资和股权激励改革”等措施，有利于纠正耐心优势；从先动优势看，应赋予流通股以股改提案权。股权分置改革首先应保证程序理性，当前试点公司的股改结果并未真正进入全流通，对于试点之后进入股改的公司没有学习价值，应逐步试行全流通。在对价形式上，应简单合理，要有利于投资者进行价值判断；应摒弃复杂性和不确定性较大的权证方案。

**关键词：**股权分置 对价博弈 先动优势 有限理性

从股改的整个进程和社会舆论看，目前对股权分置的理解还存在不少误区和分歧。本文将从博弈论视角对股权分置改革中的博弈参与主体、先动优势和有限理性等问题进行探讨。

## 一、股改博弈的参与主体分析

### 1. 上市公司与非流通股的关系

在股改试点中，有的股改方案用上市公司的钱向流通股支付对价，这种对价方案，其对价的支付来源产生了问题，违背了上市公司与上市公司股东相互独立的原则，混淆了上市公司股东的财产与上市公司的财产。

股改的本质是非流通股所持股份从不具备流通权到获得流通权的过程；但该过程违背了当初公开发行时的契约，也在一定程度上损害了流通股东的利益。因此，能否获得流通权应与流通股协商谈判。可见，股改就是以非流通股份的流通权为标的，流通股与非流通股之间的讨价还价过程。从这个角度看，它与上市公司无关（虽然股改对上市公司的治理结构和长远发展影响重大，但这是全体股东的利益）。上市公司的股东与上市公司是两个相互独立的法人，双方在利益上是不能相互侵犯的，维护上市公司法人资格独立性与完整性是保护全体股东利益的基础。因此，在股改过程中，向流通股支付的对价应该完全来自非流通股，而非上市公司。

### 2. 对价的支付对象是否应该包括历史流通股

在股改讨论过程中，有不少人认为：流通股并非一个一成不变的主体，它是随时都在改变其构成的一个群体的泛指，由于在股权分置条件下的高溢价发行、高价配股等原因；历史流通股受到的损害可能更大。因此，支付对价时，应包括历史流通股。

这种看法是对股票交易的本质缺乏认识的结果。首先，在股

票交易时，股权的转让，意味着对应的权利和义务也一并转让，对应的风险和收益也一并转让。这就意味着历史流通股已经不具备任何权利和义务。其次，历史流通股购买和出售股份都是在股权分置的制度环境下进行的，即历史流通股买卖股份时的估值环境没有变化，造成历史流通股以高溢价认购股份的股权分置制度，在其出售股份时仍然存在。因此，从这个意义上讲，股权分置改革没有对历史流通股造成伤害，对价的支付对象不应包括历史流通股。

3. 当初以发行价认购、市场价配股的非流通股是否也应支付对价

有的学者认为，当初以发行价认购、市场价配股的非流通股，没有比流通股少出一分钱，就因为他们是法人股、国有股，就不允许流通，他们本身就是股权分置的受害者，现在股改时，还要他们支付对价，是不合理的。比如，紫江企业的非流通股东坤氏达公司2001年8月以16.5元/股认购的346万股，就属于这种性质。

这种认识是错误的。首先，这类股东在认购时，就已经知道自己所购股份的性质，是经过评估的。其次，他们一般都是定向发行的结果，即他们所购入的股份是与发起人或上市公司谈判的结果，而不同于一般投资者是申购的结果。

任何投资者都不可以把自己对市场的误判归罪于股权分置。股改应该支付的只是流通股获得流通权对流通股所造成的影响。

### 4. 国有股和国有法人股的决策主体分析

与民营上市公司经营主体和大股东是同一主体不同，国有企业的经营主体和出资人主体是不同的。国有和国有控股的上市公司划分为国家股和国有法人股，在国家股中又分为中央国有和2级甚至3级地方国有；在国有法人股中又区分为企业法人股和事业单位法人股。虽然这些国有股份的性质存在差异，但事实上，国有股控股的上市公司其大股东都是代表国家利益的各级国资委。

市场上的理性经济人都是在其位谋其职的人，即各类国有企业的经营人员考虑的是其所在企业的利益，不可能从国家的利益出发。虽然，从长远来看，股改对各类股东、对上市公司都是利好的，对整个国民经济的发展也是意义重大的。但从市场实践看，许多国有控股公司对股改并不积极；倒是民营上市公司，由于出资人与经理人的利益是一致的，在股改过程的表现更为积极。

从理论上讲，股改是涉及到股权处置的问题，而不是一般的经营管理问题。因此，在本次股改中，国有股对价决策的主体应该是代表国家利益的各级国资委，而不应该是国有上市公司的高管

层或其企、事业控股股东。

各级国资管理部门应在国务院股权分置改革领导小组的统一部署下,从国家的改革大局出发,摆脱狭隘的本位主义,贯彻保护流通股股东利益的指导思想,果断做出有利于股市稳定发展的对价决策。

## 二、对价博弈的有限理性要求

为了保证股改的成功(出现最优或次优的均衡),在对价博弈的规则、对价形式、博弈参与者的理性水平等方面,要具备一定的科学合理性,以形成一个合适的学习机制,使博弈学习和改进能沿着正确的路径演进,最终实现最优或次优的均衡。

### 1. 有限理性对股改程序的要求

在不确定的条件下,人们无法准确预见未来,无法按照理性的结果来采取行动,只能按照某一理性的程序来减少不确定性,达到最优或次优的结果。因此,在有限理性的前提下,我们应以程序理性来进行监督,加强对过程的考核和监督。

本次股改的目标是在保证各类别股东利益的前提下,完善上市公司治理结构,恢复投资者信心,恢复股市功能。因此,进行股改程序设计时,应保证该目标得以实现。本次股改,证监会发布的《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》规定了股权分置改革试点的程序问题;其中,赋予流通股股东具有实质上的否决权(需要“经参加表决的流通股所持表决权的2/3以上通过”),为实现程序理性创造了重要的前提。

但是,有限理性条件下的学习博弈还要求博弈的各方参与者能够判断和比较之前博弈的利益得失,进而确定自己的策略选择。当前所进行的股改,虽然是按照分批试点的思路推进,表面上符合有限理性的要求,但事实上,当前的试点结果,并非真正的股改结果,而是虚假的。原因是,当前所有试点公司的股改方案,非流通股均未真正进入流通,其对价方案对全流通后各类股东的利益调整也无法判别。因此,后续股改公司的对价博弈,也就没有可以学习的对象,也无法保证股改沿正确的路径演进。如果股改在这两批试点之后,就全面铺开,在博弈的程序上就存在盲目性。为了保证股改沿正确的目标迈进,应纠正这种程序性错误,先做出真正的全流通试点,保证程序理性;使股改成为真正的学习演进博弈。

### 2. 有限理性对博弈参与者的理性意识和对价形式的要求

股改要实现有限理性的结果,仅有程序理性是不够的。博弈双方还必须对股改方案的公平性具备一定的判断能力和统一评价标准,否则就可能陷入无序的博弈。甚至出现共输的局面。

首先,股改对各方面的利益影响大、涉及面广、复杂性高;普通的投资者很难形成正确的判断,此时,正确的舆论宣传和探讨,就显得尤为重要,它有利于提高投资大众的判断能力,形成相对一致的评价标准。但目前这种局面尚未形成。在各种争论中,还有了不少违背理论常识和基本市场规则的言论;有的甚至是知名学者的文章,比如:“流通股已经处于强势地位”、“国有股、法人股从来就未承诺不流通,不用支付对价”、“应该对流通股进行历史补偿”等等。这些言论有可能影响一般投资者的判断能力,不利于股改的成功。

其次,在对价方案的设计上,也应该遵循简单、有利于投资者理解的原则。当前两批股改的方案主要有送股、缩股、派现、权证、回购承诺以及它们的组合等形式。在已有的试点方案中,有些并不是那么容易理解。比如,宝钢和长电的权证方案,它们实际上都是认股权证,也就是看涨期权;只有股价上涨超过执行价,该权证才有价值。而该价值判断,显然是与股改导致扩容、使股价下跌的基本判断相违背。因此,以该权证作为对价的方案就缺乏存在价值的基础;只能造成市场的混乱、投资者的迷茫、市场估价体系的混乱。

因此,从有限理性的观点出发,对价方案的设计要尽可能易于被普通投资者所理解,简单合理的最好;尤其应摒弃难以形成统一价值判断的权证方案。

## 三、结论

当前推进的股权分置改革,实质上是非流通股与流通股之间关于非流通股流通权的讨价还价博弈。博弈主体只能是非流通股与流通股,而不可能是上市公司、历史流通股。在股改博弈中,作为国有股份的最终出资人——国有资产管理部,应从改革大局出发,发挥出资人的应有作用;制定确实保护流通股股东利益,有利于恢复股市信心的改革方案。

在对价博弈中,非流通股拥有先动优势和耐心优势,不利于保护流通股权益。证监会等部门正在酝酿的“未完成股改,暂停再融资,暂停管理层股权激励改革”等措施,有利于纠正耐心优势。从先动优势看,应该赋予流通股以股改提案权。

从有限理性分析,股权分置改革首先应在股改程序上保证理性。当前分批试点的思路,表面上符合有限理性的要求,事实上,试点公司股改结果并未真正进入全流通。因此,对于试点之后进入股改的公司没有学习价值,它们的股改博弈仍然是盲目的;要实现程序理性,应逐步试出全流通。在对价形式上,应简单合理,要有利于投资者进行价值判断;应摒弃复杂性和不确定性较大的权证方案。 □

## 参考文献:

- [1]钱海章. 中国式对价[N]. 上海证券报, 2005-07-14.
- [2]周代春,李敏,张韶华. 股权分置改革“对价”的法律分析[N]. 上海证券报, 2005-06-08.
- [3]王伟杰. 资本市场二元结构难题及破解[J]. 当代经济研究, 2004,(08).
- [4]敬景程. 论有限理性与股权分置问题[J]. 经济问题探索, 2004,(12).
- [5]刘纪鹏. 国有股对价决策主体亟待明确[EB/OL]. <http://gqfz.p5w.net/gqfz/finalpage/2005-07-21/15658120.htm>.
- [6]袁可龙. 支付对价不可忽视非理性因素[EB/OL]. <http://gqfz.p5w.net/gqfz/finalpage/2005-08-11/5756711.html>.

作者单位 陈欣慰 厦门大学金融系  
谢绵陞 厦门市集美大学