

# 股权分置的路径依赖分析\*

□ 黄光晓 林 辉

**摘 要:**以国有股减持和非流通股全流通为目的的股权分置改革作为上市公司股权制度的制度变迁,存在着路径依赖问题。通过对股权分置的历史沿革和现阶段股权分置改革中出现的问题的分析,提出国家要克服自身的有限理性,降低对减持国有股的收益预期,确立对价参照标准,以明确投资者心理预期,减少制度变迁成本,有利于中国资本市场的长期稳定发展。

**关键词:**股权分置;制度变迁;路径依赖;对价博弈;

**中图分类号:** F121.29

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1671-8402(2006)02-0090-04

股权分置问题是中国证券市场与生俱来的问题,一直制约着证券市场的健康与良性发展,是解决中国资本市场深层次矛盾最关键的一环。随着股权分置改革第一、二批试点公司对价方案的公布,非流通股股东对流通股股东的补偿已经成为市场关注焦点。本文对股权分置制度变迁中的路径依赖问题进行了讨论,提出在建立明确的股改对价参照标准的基础上,通过流通股投资者和非流通股股东的充分博弈,获得较合理的对价水平,以明确市场心理预期,树立市场信心,为中国证券市场的长期稳定发展奠定基础。

## 一、路径依赖理论

新制度经济学认为制度变迁是制度的替代、转换与交易的过程,是一种效益更高的制度(目标模式)对另一种制度(起点模式)的替代,是一种更高效益的制度的产生过程。在技术条件给定的前提下,交易费用是社会竞争性制度安排选择中的核心,制度变迁的目的在于降低市场中的不确定性、抑制人的机会主义倾向,从而降低交易成本,为合作创造条件,为社会提供激励机制,并使得外部利益内部化。<sup>[1]</sup>

按照诺斯的制度变迁模型<sup>[2]</sup>,在主体期望获取最大的“外在利润”的基本假定下,“外部利润”的内部化<sup>[3]</sup>就构成了制度变迁和制度创新的过程。即在现有制度下,由外部性、规模经济、风险和交易费用所引起的收

入的潜在增加不能内在化时,一种新制度的创新可能使这种外在利润内在化,最终就导致了制度变迁的发生。

诺斯论证了制度变迁具有路径依赖性质,认为制度环境对制度变迁路径具有决定性的影响,不同的社会经济条件下,制度变迁的轨迹也不相同。

所谓路径依赖就是指在制度变迁中,存在报酬递增和自我强化的机制,这种机制使得制度变迁一旦走上某一条路径,它的既定方向会在以后的发展中自我强化。沿着既定的路径,经济和政治制度的选择可能进入良性循环的轨道,迅速优化;也可能沿着错误的路径往下滑,甚至还会被锁定在某种无效率的状态之下。因此,既有方向的扭转,往往就要借助于引入外生变量或依靠政权意识形态的变化。

诺斯路径依赖 I:一旦一种独特的发展轨迹建立后,一系列的外在性、组织学习过程、主观模型都会加强这一轨迹。一种具有适应性的有效制度演进将允许组织在不确定的环境中选择最大化的目标,允许组织进行各种试验,建立有效的反馈机制,去识别和消除相对无效的选择,并保护组织的产权,从而引致长期经济增长。

诺斯路径依赖 II:一旦在起始阶段带来报酬递增的制度,在市场不完全、组织无效的情况下,不但阻碍

\*基金项目:国家社科基金(04BJC026),教育部文科研究基地重大项目(05JJD790026),福建省社科基金(2003003E)。

作者简介:黄光晓,厦门大学金融系研究生,研究方向为金融学;林辉,厦门大学党校常务副校长,经济学博士,研究方向为金融学。

生产活动的发展,而且会产生利益共同体,这些集团只会加强现有制度以维持其既得利益。这种制度只能鼓励进行简单的财富再分配,却给生产活动带来较少的报酬,结果会出现不佳的经济增长,而且会保持这种趋势。

国内对股权分置的路径依赖问题讨论热烈,但都没有对当前的对价参照标准对克服路径依赖问题进行讨论。郑江淮(2002)从国有股减持中的代理冲突、股权价值角度对路径依赖进行分析,但没有给出具体克服路径依赖的方法;张文宪(2005)对股权分置的路径依赖的解决方案和实现的时滞问题进行了讨论,但提出的按净资产对价和征收通胀税的办法并不可行;朱艳阳等对股市分割的市场效应做了分析,从市场的角度分析路径依赖问题。本文通过对股权分置的路径依赖的分析,提出从市场的角度出发,政府通过建立对价参照标准,来明确克服路径依赖的决心,给投资者明确的市场预期,以尽快解决股权分置问题。

## 二、股权分置的历史沿革

众所周知,中国选择了一条渐进式的市场化改革道路。而中国股市是中国产权改革的产物,作为经济改革的工具之一,在沪深两大证券交易所筹备之初,政府就开始介入了中国股票市场的成长,并进行了大量具体制度设计。为了维护国有经济的主导地位,国有股占绝对控股地位且不上市流通就是这一特定历史条件下的最优制度安排,股权分置就有了其存在的合理性。

1978年十一届三中全会发端的中国经济体制改革,经历了从确定发展社会主义商品经济到建立社会主义市场经济不断深入认识后,直到1997年的十五大才确立非公有制经济的地位,1999年的十五届四中全会才提出建立法人治理结构,进行股份制改造,发展混合所有制经济,重要企业由国家控制等原则。

在这样的历史环境下诞生的中国股市,其市场定位主要是服务于国有企业公司制改革。其功能也主要局限在两个方面:一是保持国家股权占绝对控股地位的前提下,通过流通股上市实现国有企业多元化股权结构,通过股份制改造建立现代企业制度;二是为国有企业寻找新的资金来源。国有企业从改革之初的依赖国家拨款到市场经济下的银行贷款为主的融资方式,其高投入低产出造成了银行的大量呆坏账。中国经济的高速发展需要充足的资金来源,在积极吸引外资的同时,通过股市吸引公众投资,从而拓宽国有企业融资渠道,逐步将企业间接融资转化为直接融资,降低银行风险成了政府的必然选择。根据上市公司公开披露的信息初步统计,十余年间,近千家国企业通过上市从社会股东中融资4000亿元以上。

在坚持国家控股的前提下,国有企业最初的股权

结构被安排为由四部分构成:国家股、法人股、内部职工股和社会公众股。国家股占有50%以上的份额,作为国家所有,不在股票市场上交易。法人股主要来源于国有企业利润分成的自留部分,其实质也是国家所有,同样不能成为交易主体;内部职工股在发行之初不能上市流通,在规定期限后可上市流通;社会公众股一般为30%,通过股市向社会公众出售融资。

在这种股权结构下,上市公司股权被人为分割成两部分:一是不能在市场上流通的部分,包括国有股和法人股;二是可以上市流通的社会公众股。在同一市场中,存在同股同权(剩余索取权和控制权)不同价的问题,这就是股权分置的由来。十多年来中国股市发展迅速,目前已居亚洲第二,仅次于日本,但这种成长主要表现为股票市场的量性成长,而股票市场的资源配置、投资功能等远远没有发挥作用,股市沦为上市公司圈钱的场所。

随着中国改革的深入,股权分置虽然符合渐进式经济体制改革的逻辑,但在现实运作中暴露出越来越多的缺陷和不容忽视的问题。2001年就进行了国有股减持尝试,虽然最后进程因为市场压力和认同差距太大在进行了4个月后就宣告暂停,但并不意味着股权分置问题会从此搁置。2004年2月1日《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(《国九条》)正式颁布,成为指导资本市场发展的纲领性文件。文件提出从规范市场、拓宽融资渠道、税收优惠和引入境外合格投资者等多个层面落实中国资本市场长期稳定发展政策,从而解决制约资本市场发展的顽疾。正如证监会主席尚福林所表示的那样,开弓已无回头箭,股权分置问题已到了必须解决的时候。

## 三、股权分置中的路径依赖问题

股权分置作为政府主导下的一项制度安排,维持该制度的收益与成本就决定制度变迁的方向。2001年之前,在原有的计划发行体制下的发行人选择机制和定价机制人为制造了租金,其中,绝大部分通过股票发行的高溢价转移给了上市公司及国有部门,使上市公司迅速完成了原始资本的积累壮大,国有部门依托股权分置的收益要大于成本。但是,随着股票发行从审批制转变为核准制,租金效应发生递减和扩散到非国有部门,A股市场开始理性回归,市场融资功能日益衰竭,资源配置的外部负效应显现,政府维持该制度的边际成本已远远大于边际收益,制度变革的时机趋于成熟。

但是由于决策者的偏好和有限理性、意识形态刚性、集团利益冲突和社会科学知识的局限性等因素的影响,使得股权分置改革被“锁定”在既定的制度框架之中,出现路径依赖的问题,具体表现在以下几个方面。

首先,一般在强制性制度变迁中,国家作为监管者是“中间人”,应该是中性的;而作为国有股权的代理人,是实际受益人,是非中性的。在减持国有股的长期收益和短期资金套现选择中,面临自我有限理性的困扰。从最近的股权分置对价方案的频繁“试错”中,我们可以看到国家企图高价变现国有股的机会主义倾向。公众作为制度的接受者,在无法对制度表达意见的时候,就采取“用脚投票”的方式来做出选择。如果国家在股权分置方案中过于追求国有资产的变现收益的话,投资者完全可以选择抛售股票,离开股市,将给股权分置改革带来根本性的冲击,这也是2001年国有股减持失败的最主要原因。这样一方面,股市发展和演进需要大量资金的流入,而另一方面,新增股权意味着股市扩容以及存在的A股、B股和H股市场定价差异导致的价格并轨问题,存量资金将进一步耗散,股价有很强的下滑趋势。股市缺乏赚钱效应和财富效应,投资资金不愿流入,或者处于观望状态,股权分置改革处于一种尴尬的境地。

其次,在现行制度下利益既得的非流通股股东对渐进式制度变迁对资本市场的逐步规范怀有恐惧,他们不愿承担这种结构转变的成本,并试图以此阻碍规范化监管和所有权结构转变。因为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则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。据统计,2001~2003年,在A股市场有现金分红的公司所占比重平均只有44.5%,如果不是再融资对分红有要求,估

计这一比重还会降低;现金股息率年平均只有1.05%,不及同期银行存款利率;1990~2004年,上市公司累计融资额为8450亿元,累计税前现金分红964亿元,前者为后者的8.77倍。<sup>[4]</sup>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,权利和义务不公平,成为问题的根源。

非流通的控股股东不愿意为获取其股权的流动性而对流通股股东进行对价补偿,试图以此来阻滞制度的变迁,以维持现有的无效率的制度和这种制度下通过“寻租”等途径获取的利益。以上海汽车(600104)为例,上市前国有股账面净资产为6.96亿元,重估后增值为10.655亿元。股改10:3.4送股付对价后,国有股平均每股出资为1.49元,流通股平均每股出资为3.17元,后者仍是前者的2倍多。上海汽车在全面股改第一批40家公司中还成为对价水平受认可的榜样。据说,还有人批评了上海汽车10送3.4对价,称其造成了国有资产流失。<sup>[5]</sup>

#### 四、路径依赖对股权分置改革的影响

《国九条》颁布以来,政府为缓解股市资金压力,使市场按计划进行扩容,不断出台刺激市场短期复苏的利好政策。具体措施包括:允许符合条件的证券公司在银行间债券市场向合格机构投资者发行短期融资券;保险资金可以直接投资股市;社会公众股东对公司诸如再融资、重大资产重组等重大事项的“分类表决”机制;减征券商营业税;调整证券(股票)交易印花税税率,由2‰调整为1‰等等。

但是在2004年这一年里,股市表现实在是差强人意。尽管深市2005年恢复了新股发行,但沪深两市总市值和流通市值分别蒸发3024亿元和921亿元。而且我国股市没有做空机制,股价和指数受噪声交易者的影响很大,游资往往利用噪声交易者的跟风操作,人为推高股价,利用政策利好高位派发后,让跟风的中小投资者和机构投资者高位套牢,造成市场价格波动加大,严重打击了投资者的信心。

究其原因,就是政府和非流通股股东存在对现有制度的路径依赖。

政府在减持国有股的长期收益和短期资金套现选择中面临自我有限理性的困扰,在股权分置改革中最关键的是对价方案的博弈中,迟迟没有出台对价参照标准,无法让投资者形成良好的市场预期。从目前试点上市公司出台的对价方案的市场反应可以看出投资者的这种忧虑。从首批试点企业中三一重工和清华同方的不同表决结果表现出了流通股股东的现金偏好。这种偏好一方面来自于流通股股东对中国证券市场未来的游戏规则不明确,另一方面则是来自于中国A股市场本身的投机性。以行为偏好来解读流通权的对价交易,可



供选择的五种对价要素按其不确定性程序依次排列如下:现金→送股→增发→缩股→权证。这也就是说,流通股股东对现金具有最高的偏好,而对权证的偏好度最低。对价要素的不确定性可以用对价支付的兑现时间和附加条件来界定:可兑现的时间越长,不确定性的程度就越高;兑现的附加条件越多,不确定性的程度就越高。

股权分置改革是一个股东之间互相协商互相博弈的过程,是利益的协调。但是流通股股东在股改博弈中依然处于弱势。股改对价水平的制定缺乏政策指引,便于大股东“混水摸鱼”和“投机取巧”,难以对流通股股东的前途负责。类别股东表决机制的引入,被管理层视为股改过程中保护流通股股东利益的有效手段。可事实上,流通股股东仍习惯于“用脚投票”,而缺乏用手投票的维权意识。第二批试点企业不分对价水平高低、不分好坏无一例外顺利通过,究其原因,就是流通股股东没有行使否决权来“用手投票”,而是选择了“用脚投票”。寄希望于流通股股东和非流通股股东之间通过无序的博弈来建立市场均衡,这只能是一种幻想。

市场缺乏可行的参照标准,导致股市形成一种不良“惯性”。政府借助短期政策对市场进行刺激和拉抬,虽然可以很快见效,但一旦政府想重新启动新股上市等股市的正常融资功能时,股市就会出现严重的“过度反应”<sup>[6]</sup>,投资者在“羊群效应”<sup>[7]</sup>的作用下,巨量抛空,导致股指急剧下挫。投资者原本对股市的信心就不足,而股改试点的不断“试错”,给本已疲弱的市场带来许多不确定性因素,加大了投资者的担忧,这就成为股权分置改革的一个巨大阻力。

##### 五、路径依赖问题的解决

综上所述,股权分置作为国有股从非流通到流通的演进是以国家为主导的强制性制度变迁,面临制度变迁的路径依赖问题。股权分置改革是一个股东之间互相协商互相博弈的过程,但是流通股股东在股改博弈中依然处于弱势。因此,在股权分置改革存在路径依赖的情况下,作为强制性制度变迁的制度供给方的政府的政策导向尤为关键。政府应该将股权分置的目标直接定位在打破现有股权结构和治理结构以及重新调整相关的法律法规上,应该从长远角度跳出国有资产的问题的窠臼,降低对减持国有股的收益预期,在股改对价方案中对流通股股东给予较多的补偿对中小投资者适当让步。股权分置改革要取得成功必须明确目标,采取果断的措施。最关键的就是建立明确的股改对价参照标准,在此基础上通过流通股投资者和非流通控股股东的充分博弈,获得较合理的对价水平,明确市场预期,稳定市场。

据了解,国务院国资委近日首次明确了国有控股

上市公司股改对价水平确定的六项原则。即:第一,流通股股东首次认购成本以及上市公司历年增发、配股时流通股股东认购的成本及相应的股价水平等。第二,上市公司的基本面,即盈利水平和发展前景。第三,上市公司的市盈率、市净率水平,以及国际上同行业、同类企业上市公司市盈率、市净率水平。第四,国有控股股东最低持股比例要求。第五,非流通股股东的持股成本。第六,公司上市后的融资次数。上述六条股改对价水平确定原则,可以优化成为适用于各类上市公司的股改对价指引。上市公司对照股改对价指引,逐条公布其具体适用及参照的情况,使流通股股东掌握知情权。这样,流通股股东不难比较出不同上市公司对价水平的高低,从而克服现在缺乏对价政策指引的“自行决定”“下大股东优势决定”和流通股股东缺乏参照对比体系的无作为情况。明确了这个目标,果断决策,在规定时间内完成新老划断,限定已上市的公司,在两至三年内完成股权分置改革,并明确规定,如果未在限定时间内完成上述转变的公司必须进入什么样的处理程序,如果股改方案被股东大会否决,上市公司在什么时限内必须重新提出方案,否则给予什么样的处罚。只要政府把上市公司要做的事情明确了,并且给上市公司市场边缘化的压力,投资者就会在已经明确的方向和步骤中形成新的预期,促进市场重新走向均衡。

注释:

[1]科斯将交易费用引入经济分析中,开创了新制度经济学。科斯通过揭示交易费用与制度形成的内在联系,指出交易费用的存在必然导致制度的产生,而制度的运作又有利于降低交易费用。《西方新制度经济学》第8页。

[2]诺斯的制度变迁模型具有代表性和典型性,被认为是制度变迁的一般理论模型。

[3]“外部利润”,是一种在已有制度安排结构下主体无法获取的利润,也称为“潜在利润”。所谓“外部利润”内部化是指可以使主体承担他应该承担的成本,或者获得他应该获得的收益。

[4]引自新浪财经网《股权分置改革专网》。

[5]引自新浪财经网《对价与国有资产流失之辩》。

[6]行为金融学认为,投资者并不是完全理性的,对信息理解和反应会出现非理性的偏差,从而产生对信息的权衡过重,导致“过度反应”和“反应不足”等过激现象。

[7]从投资者的群体行为来看,投资者由于自身的“效仿倾向”和“群体压力”,其行为具有复杂性和相互影响性。当市场某种行为达到一定程度后,会影响和支配其他投资者,出现所谓的“羊群效应”。

(作者单位:厦门大学经济学院金融系,厦门361005)

(责任编辑:蔡雪雄)