



返回首页

各期目录

各期文章

文章搜索

文章标题

搜索

股权分置改革：科学发展观指导下中国资本市场的创新实践

双击自动滚屏

发布者：编辑部 发布时间：2008-7-3 阅读：342次

安青松

（中国证券监督管理委员会 上市公司监管部，北京 西城 100032）

【摘要】 股权分置改革是科学发展观指导下我国资本市场改革和发展的重要实践。机制设计理论与股权分置改革的路径选择之间存在有机联系。阐释股权分置改革遵循机制设计理论基本原理所创建的机制特征及相应的制度安排系统之实践效用，有助于推动国有股权管理方式转变和国有资本市场化运营制度的进一步创新，有助于推进政府职能转变和管理创新。

【关键词】 科学发展观； 股权分置改革； 机制设计理论

【中图分类号】 F830 【文献标识码】 A 【文章编号】 1007-5801（2008）01-0060-05

【收稿日期】 2008-01-06

【作者简介】 安青松(1969-)，男，贵州关岭人，经济学博士，中国社会科学院金融研究所在站博士后，中华全国青年联合会委员，中国证券监督管理委员会上市公司监管部副主任兼股权分置改革领导小组办公室副主任。

我国的股权分置改革是在科学发展观指引下进行的。这场实践不仅在我国资本市场发展史上具有里程碑意义，在转轨经济体市场化进程中也具有典型的创新意义。股权分置改革遵循机制设计理论的基本原理，开创性地构建了“统一组织，分散决策”机制，通过非流通股股东与流通股股东之间的利益平衡协商制度安排，消除A股市场股份转让的制度性差异，从而推进了资本市场基础性制度的深刻变革，奠定了资本市场转折性变化的基础。

一、机制设计理论与股权分置改革的路径选择

（一）机制设计理论概述

机制设计理论一直是现代经济学研究的核心主题之一。机制设计理论包括信息理论和激励理论，是博弈论、信息经济学和社会选择理论的综合运用。简单地说，机制设计理论假设人们按照博弈论描述的方式行动，并且按照社会选择理论设定了社会目标的存在，那么机制设计就是考虑构造什么样的博弈形式，使得该博弈的解就是那个社会目标，或者说落在社会目标集合里，或者无限接近于它。机制设计要考虑激励问题，保证制度得以正向执行，使制度执行者在追求自我利益的过程中实现制度设计者希望的社会整体利益。所以，机制设计理论主要解决两个问题：一是信息成本问题，即所设计的机制需要较少的关于经济活动参与者的信息和信息（运行）成本。二是激励相容问题，即所设计的机制要使得各个参与者在追求各自利益的同时能够达到设计者所设定的目标。

（二）股权分置改革的路径选择

股权分置是指A股市场的上市公司股份按照能否在证券交易所上市交易被区分为非流通股和流通股。这是我国资本市场发展初期由于经济体制转轨和新兴市场的制度演进形成的特殊问题。截至2004年底，我国上市公司总股本为7 149亿股，其中非流通股份4 543亿股，占上市公司总股本的64%。国有股份在非流通股份中占74%^①。这种由初期演化下来的状况，逐步使A股市场陷入发展困境。

2003年10月，党的十六届三中全会首次提出坚持以人为本，树立全面、协调、可持续发展的科学发展观，促进经济社会和人的全面发展，形成了继后概括的“科学发展观”这一重大战略思想。正是科学发展观的引领，使我们能够统筹考虑我国资本市场和经济社会的各种状况，运用先进、科学的经济理论思想，大胆地对一度陷入困境的股权分置问题进行了改革。

股权分置改革的战略目标是：实现市场基础制度变革，尊重市场规律，有利于市场稳定和发展，切实保护投资者特别是公众投资者权益。实现股权分置改革的战略目标，在改革运行机制上，面临多重市场主体利益博弈的复杂信息成本问题；在改革推进机制上，面临不

同市场主体利益平衡的激励相容问题。

首先，股权分置改革涉及多重市场主体利益博弈产生的复杂信息成本问题。股权分置改革的信息维度十分复杂。在成熟的市场经济体中，资本市场是在股份制经济和法人财产制度具有深厚法律基础，并得到充分发展的基础上建立起来的。而我国资本市场的立法和创建，几乎与股份制经济、法人财产制度的引入同步，上市公司明显具有早期探索的性质和转轨经济的特征。这突出表现在上市公司复杂的股权结构所形成的多重市场主体，尤其是在不规范改制过程中以非市场化方式形成的上市公司非流通股份中普遍存在产权不清晰问题，从而导致多重市场主体的信息高度发散。例如，非流通股股份构成有9种之多，关系复杂。流通股股份构成虽然相对单一，但由于两次减持国有股试点的市场操作陷入困境，原有的市场供求平衡预期发生了变化。从2001年中期开始，上证综合指数从2 242点跌至1 000点左右^①，形成了市场较长时间单边下跌的局面，加剧了流通股股东与非流通股股东利益诉求的对立。

还有，不同时期、不同制度环境下产生的上市公司股权分置问题，其信息维度不同，股东的利益诉求也不一样。在我国A股证券市场发展初期，发行上市制度受计划经济体制惯性影响，经历了渐进发展的嬗变过程，最终逐步过渡到核准制。这也导致了上市公司股权分置改革相关主体的信息维度高度发散。

其次，股权分置改革涉及不同市场主体利益平衡的激励相容问题。

第一，市场主体参与的积极性，是市场化改革的基础。首先，非流通股股东在股权分置改革中具有主动地位，是利益平衡安排发起方；其次，相关主体参与的充分性，特别是公众投资者的参与程度，是检验利益平衡有效性的重要前提；再次，市场主体的诚信和守法，关系改革的公平正义基础。

第二，市场扩容的承受能力，关系市场的稳定和发展。股权分置改革的目标是消除上市公司股份的流通制度差异，这并不意味着所有可流通股份立刻全部进入流通，但毕竟会因此使可流通股份总量增加，并且不排除部分国有股份特别是非国有股份存在即期变现的需求，难免在总体上对市场产生扩容影响。

第三，市场预期的稳定性，关系公众投资者合法权益的保护。股权分置改革能否形成相对稳定的市场预期，取决于改革运行机制是否遵循市场规律。改革的运行机制受三方面市场内在因素的影响：一是改革初期，市场价值中枢总体处于下降通道中，帕累托改进效应难以实现；二是上市公司整体质量不高，市场对每一家公司的改革预期形成股价分化，对市场预期产生影响；三是改革进程不确定，将形成改革与未改革两类公司并存的局面，双轨运行格局很可能导致整体定价重心下移。

股权分置改革根据机制设计理论的基本原理，开创性地构建了“统一组织，分散决策”的机制设计，将政府主导的国有股减持探索试点，转变为市场主导的制度变迁实践，通过让市场主体自由选择、自愿交换的分散决策，最终使个人自利行为归结为制度目标，并使市场主体在改革中共同受益。

二、股权分置改革的机制设计及其实践效用

在股权分置改革“统一组织，分散决策”的机制设计中，“统一组织”是通过制定改革运行机制的规则和程序，发挥政府协调职能和政策配套作用，运用市场机制有效配置资源，统筹兼顾，切实保护公众投资者权益，解决多重市场主体利益博弈的激励相容问题；“分散决策”是按照分权和制衡的法治原则，严格程序保障，在非流通股股东与流通股股东之间构建公开、公平、公正的协商机制，解决不同利益主体利益平衡的信息成本问题。“统一组织，分散决策”机制分别由一组制度安排系统构成，这一机制的有效性取决于相关制度安排的实践效用。

（一）以对价安排为中心构建统一组织的激励机制

股权分置改革的核心内容是通过以对价安排平衡股东利益。对价安排就是通过非流通股股东与流通股股东之间在利益平衡的基础上实现权利交换。因此，“统一组织”机制就是促使对价安排得以形成和实现的激励机制。

“统一组织”机制所要激励的对象和激励的目标十分复杂。就激励对象而言，包括上市公司、非流通股股东、流通股股东、潜在投资者以及券商等各类市场主体。就激励的目标而言，既有宏观的资本市场投资者群体信心的增强，也有微观的资本市场各市场主体在制度变迁中实现帕累托改进。因此，“统一组织”是围绕对价安排的形成和实现，构建推进改革的工作机制、政策机制和协调机制。

推进改革的工作机制设计，首先是建立高效简捷的运转协调组织机构，由证监会、国资委、财政部、人民银行、商务部五个部委组成股权分置改革领导小组，形成了在国务院领导下，五部委统一组织、分工负责、协调配合的改革组织和推动机制；其次是采取发挥政府职能与动员市场机制相结合的工作方法，主要包括政策支持、分工协作、协调督导三个层面；再次是在改革的实施步骤上，采取试点先行、重点推进、先易后难、以点带面、分步解决的策略。

推进改革的政策机制设计，涵盖改革全过程，形成全方位推进改革的政策激励机制。

第一，为改革进行政策机制设计，这种设计可以消除股权分置制度为方向，实行强制性制

度变迁。一是停止上市公司延续股权分置制度下的融资、并购活动；二是明确新老划断的市场预期；三是对未股改公司持有非流通股的主要股东或实际控制人在新制度环境中的IPO、融资、并购活动实施重点监管；四是上市公司非流通股协议转让，这是这种设计对股权分置改革做出相应安排，或与上市公司股权分置改革组合运作；五是在新老划断后，对未股改公司实施差异化制度安排。

第二，改革中继续实行政策机制设计，这种设计以促进对价安排的形成和实现为目的，实行诱致性制度变迁。一是对价安排的税收减免政策。股权分置改革过程中因非流通股股东向流通股股东支付对价而发生的股权转让，暂免征收印花税；股权分置改革中非流通股股东通过对价方式向流通股股东支付的股份、现金收入，暂免征收流通股股东应缴纳的企业所得税和个人所得税。二是制定对价安排的会计处理和考核政策，以规范非流通股法人股东执行对价安排的会计处理，并提供考核标准。三是创新对价安排的政策。针对上市公司千差万别的情况，在改革方案形成过程中，尊重市场首创精神，鼓励突破单一送股模式的适用性局限，采取创新对价安排的方式解决改革难题，从而提高了改革方案的普遍适用性。四是制度创新的配套政策。适应市场制度变革带来的市场创新活力，配套出台了外国投资者对上市公司战略投资管理办法、上市公司回购社会公众股份管理办法、上市公司股权激励管理办法、上市公司控股股东增持社会公众股份规定等一系列市场化操作规则，形成了新制度环境中的市场功能效应。

第三，改革取得突破后的政策机制设计，这种设计注重发挥两个效应：一是早改革早受益效应；二是全流通市场的功能效应。一方面，在新老划断后，优先安排已完成股权分置改革6个月以上的上市公司，在全流通制度下的融资、并购活动，形成早改革早受益的政策。另一方面，着眼于尽快发挥改革成效，适应改革后市场约束机制逐步增强，定价机制趋于完善的环境变化，发布实施《首次公开发行股票并上市管理办法》、《上市公司证券发行管理办法》和《上市公司收购管理办法》，首次公开发行不再区分流通股和非流通股，进一步健全上市公司非公开发行融资、重大资产重组的市场运作机制。同时，在全流通市场股票价格发现机制逐步形成的基础上，权证、分离式可转债等产品创新相继推出，融资融券业务和股指期货酝酿推出，以市场为导向的资本市场创新活动趋于活跃，市场在资源配置中的基础性作用进一步凸现。

推进改革的协调机制设计，涉及三个层面：境内市场与境外市场的影响关系；推进改革与稳定市场的联系关系；重点公司与难点公司改革的递进关系。

针对同时发行人民币普通股（A股）、境外上市外资股（H股）或者境内上市外资股（B股）的上市公司股权分置改革，可能对境外市场和境外投资者产生的影响，明确协调机制，即明确股权分置改革是解决A股市场相关股东之间的利益平衡问题，由A股市场相关股东协商解决非流通股股东所持股份在A股市场的可上市交易问题。

针对推进改革与市场稳定发展相结合的目标，协调稳定改革的时间、价格和总量预期，形成三个层面的机制：一是在改革试点启动后市场预期不稳、股指创出新低的市场适应期，中央银行按照国际惯例向证券经营机构提供流通性支持；二是做出“锁一爬二”的制度安排，即对改革后公司原非流通股股份的出售做出逐步解除限售的制度安排；三是推行稳定股价机制，鼓励上市公司在改革方案中，采用控股股东增持股份、上市公司回购股份、预设原非流通股股份实际出售的条件、预设回售价格、认沽权等具有可行性的股价稳定措施。

针对改革的重点和难点，形成协调递进机制。一是高效推进重点地区、重点公司改革，确定39家央企控股上市公司和11个省市135家地方国资控股上市公司作为改革重点，加强协调督导，形成改革示范效应，并使得已改革公司的市值比例较快地占居市场主导地位，奠定新老划断实施制度转轨的基础。二是审慎推进难点公司改革，针对上市公司非流通股股东高度分散、控股股东持股比例低、股价跌破净资产、公司业绩和资产质量差等难点，协调采取股权分置改革与并购重组组合操作方案，创新对价安排，破解股权难题。

（二）以协商机制为主线提高分散决策的效率

股权分置改革的分散决策机制，是按照分权制衡和严格程序的法治原则，以降低信息成本为方向，形成公开、公平、公正的协商机制。

第一，公开协商机制设计，以强制信息披露为实现形式。要求股权分置改革信息披露相关义务人，应当及时履行信息披露义务，真实、准确、完整地披露信息，保证所披露的信息不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。在股权分置改革全程上，特别是在非流通股股东之间协商形成提案、非流通股股东与流通股股东之间协商确定方案、相关股东会议对方案的形成表决结果等3个时点上，上市公司董事会应当履行强制信息披露义务。

第二，公平协商机制设计，包括停牌安排、网络投票、征集投票权、现场投票等内容。两个时段实施停牌安排，保证信息和权益的公平性。一是自相关股东会议通知发布之日起10日内，是非流通股股东与流通股股东沟通协商期，由于采取投资者座谈会、媒体说明会等方式进行局部协商，为保持信息传递的公平性，该期间股票交易停牌；二是召开相关股东会议停牌，停牌期间自本次相关股东会议股权登记日的次日起，至改革规定程序结束之日止。

通过网络投票、征集投票权和现场投票的技术安排，多维度地为流通股股东意思表达提供信息传递服务，降低流通股股东的信息成本，切实保障公众股东的知情权、投票权和受益权。

第三，公正协商机制设计，主要体现在非流通股股东的提案机制与流通股股东的票决机制之间形成的分权与制衡。各上市公司股权分置改革的动议，原则上应当由全体流通股股东一致同意提出，未能达成一致意见的，可以由单独或者合并持有公司2/3以上流通股股东提出。流通股股东提出改革动议，应当以书面形式委托公司董事会召集A股市场相关股东举行会议，审议上市公司股权分置改革方案。同时规定，股权分置改革相关股东会议投票表决改革方案，须经参加表决的流通股股东所持表决的2/3以上通过。这是对流通股股东的提案权、协商主动权进行制衡的制度安排。

三、股权分置改革运用和发展机制设计理论的实践意义

（一）股权分置改革是运用科学发展观指导资本市场改革和发展的重要实践

党的十六大以来，党中央、国务院从战略高度提出要大力发展资本市场。这是适应我国经济建设和对外开放需要，从经济发展全局提出的要求。经济发展迫切要求发展金融市场，大力发展直接融资和资本市场。大力发展资本市场，必然要求消除和解决影响资本市场健康发展的基础性制度缺陷。股权分置是我国经济体制转轨过程中形成的特殊问题，是我国资本市场早期的基础制度设计，随着我国资本市场发展实践的深入和开放进程的加快，股权分置已成为资本市场发展的基础性制度缺陷，严重制约了我国资本市场的稳定发展。股权分置改革涉及上亿人群市场主体的利益格局调整，而股权分置改革的目标是要解决这些诉求不同甚至对立的多重市场主体的利益平衡问题，并构建起资本市场投资者共同的利益基础。实现这种改革目标，不但国际上没有可借鉴的成熟经验，而且在我国转轨经济的改革实践中也没有现成可参照的机制设计。股权分置改革按照科学发展观的要求，立足于我国资本市场“新兴加转轨”的实际，遵循资本市场发展和运行的规律，以推进资本市场发展为目标，以市场稳定和发展为第一要义，始终强调切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益，充分体现了以人为本的核心精神。股权分置改革运用和发展机制设计理论的基本原理，统筹兼顾，开创性地构建“统一组织，分散决策”的机制设计，正确处理发挥政府职能和运用市场机制、变革市场制度与保护投资者权益、推进改革节奏与稳定市场预期之间的关系，实现了远近结合，标本兼治，开创和谐发展的市场局面，为推进资本市场的全面协调可持续发展奠定了坚实的基础。

（二）股权分置改革成为推进国有股权管理方式转变和国有资本市场化运营制度创新的实践先导

股权分置改革消除了上市公司股份转让制度的差异，使得上市公司国有股权的实现平台得到制度保障。其经济意义，更在于推进国有股权管理方式，由静态的国有资产的产权维护，转变为动态的以增强国有经济活力、控制力、影响力的国有资本市场运营，为完善国有资产管理体制创新先行破题。股权分置改革奠定了我国资本市场转折性变化的基础，但是我国资本市场基础制度建设仍任重道远。全球前十大市值公司有4家在上海证券交易所上市，其上市流通股份占总股本的平均比例不到3%。整体而言，国有股占上市公司总股本64%的一股独大格局没有改变，股权结构失衡和同质化问题十分严重，已成为影响我国资本市场健康发展的首要问题。解决我国资本市场股权结构失衡和同质化问题，必须依托推进国有股权管理方式转变和国有资本市场化运营制度创新。同时，推进国有股权管理方式转变和国有资本市场化运营，是按照十七大提出的完善国有资产管理体制和制度的内在要求，也是适应资本市场基础制度深刻变革后市场形势的需要。股权分置改革的成功实践证明，“统一组织，分散决策”的机制设计，为推进国有股权管理方式转变和国有资本市场化运营提供了现实可行的选择。

（三）从扩展的意义上，股权分置改革是在科学发展观指导下推进政府职能转变和管理创新的大胆探索

股权分置改革在推进政府职能转变和管理创新上进行了大胆探索。“统一组织，分散决策”的机制设计，将政府主导的国有股减持探索试点转变为市场主导的制度变迁实践，政府通过制定规则、程序并监督执行，提供公共服务，维护改革秩序和发挥协调职能，让市场主体通过自由选择、自愿交换的分散决策，使得经济活动参与者的个人利益和政府的公共目标和谐一致。在股权分置改革机制中，分散决策是统一组织的前提，统一组织以分散决策为依托，政府与市场的职能边界泾渭分明；统一组织与分散决策有机结合的机制设计，在我国经济市场化改革和金融市场深化改革中推进政府职能转变和管理创新具有重要的现实意义，这一改革的成功实践，可以启发我们产生出深化各方面改革的巨大智慧，它不仅对我国资本市场发展产生了重大作用，还可以认为是建设法治政府、服务政府、责任政府和效能政府的有益探索。

[参考文献]

[1] 刘诗白.市场经济与公共产品[J].经济学家, 2007, (4):5~12.

[2] 田国强.经济机制理论:信息效率与激励机制设计[C]//姚洋.经济学(季刊).北京:北京大学出版社, 2003, (2):271~308.

① 数据来源：《中国证券期货统计年鉴》(2004-2006)。
① 数据来源：《中国证券期货统计年鉴》(2004-2006)。
(责任编辑 陈 羽)

 打印本页 |  关闭窗口

联系邮箱: wil.liam@sina.com © 2004 电话: 62805370

Copyright © 2004 10.1.10.65. All rights reserved. Design by owen