

股权分置改革中股东间博弈的实证研究^①

苏梅, 寇纪淞, 陈富赞

(天津大学管理学院, 天津 300072)

摘要: 股权分置问题是中国证券市场最大的制度症结, 股权分置改革的过程是非流通股股东与流通股股东之间, 就非流通股获得流通权应支付的对价而进行的持续博弈过程. 首先论述了股权分置改革中的博弈论基础, 就股东间博弈的行为, 博弈过程中股东的收益、股东的策略选择、博弈结果对市场平均对价水平的影响进行了论述; 其次, 研究了股权分置改革中以博弈论为基础的股东协商机制问题, 并就股东间博弈的有效性进行了实证研究; 最后, 对投票表决制下的有关问题做出了分析并提出了建议.

关键词: 股权分置改革; 博弈; 股东协商; 网络投票

中图分类号: F830 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2006)01-0054-08

1 股权分置问题的由来

股票市场作为金融市场体系的主要组成部分, 在社会经济生活中具有十分重要和广泛的影响, 但是股票市场自身存在的问题也引起了人们越来越多的关注和批评^[1~3].

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. 所谓股权分置, 即公司公开发行股票之前发起人认购和募集的股票不能上市流通, 从而人为地把上市公司的普通股分为非流通股和流通股(社会公众股). 最初之所以出现所谓股权分置问题, 主要是两方面的考虑, 一个是国有股权管理的问题, 对于国有股的内在价值难以计量导致人们认为国有股出售时可能存在国有资产流失, 同时, 国有股的出售也会导致国有资本对于上市公司控制权、乃至对于整个国民经济控制力的削弱, 作为消除人们疑虑的最简单办法就是国有股不上市流通; 另一个是考虑到市场扩容

对于投资者的心理影响, 当初股票市场并没有获得广泛的认可和资金支持, 为了支持更多的企业融资、吸引投资者, 短期来看, 减少可流通的股票数量便是一个折中、皆大欢喜的方法. 从当时的实际情况看, 股权分置并不是我国上市公司股权结构设计的唯一、必然选择, 最初, 上海证券交易所所有股份全部可以流通的5家上市公司, 因此, 从理论上讲, 存在股份全流通的发展路径. 但是, 以上两方面的考虑, 在当时的条件下可以最大限度的实现股票市场的发展和功能实现, 因此, 成为制度设计者即市场监管者的首选.

股权分置的弊端最初并不明显. 但是, 随着非流通股场外交易的不断扩大, 股权分置导致的公司股东利益冲突逐渐浮出水面. 随着证券市场的发展, 非流通股股东和流通股股东两种不同类型的投资者的利益分歧和利益冲突越来越严重. 由于非流通股股东不能通过股票二级市场出售其持有的股票, 公司股票在二级市场的变化对于非流通股股东的自身财富和利益并不产生直接影响. 因此, 非流通股股东并不关注公司股票价格变

^① 收稿日期: 2004-11-10; 修订日期: 2005-11-28.
基金项目: 国家自然科学基金资助项目(70171002).
作者简介: 苏梅(1969—), 女, 江苏人, 工程师.

化,而公司股票价格变化直接关系着流通股股东的切身利益.相反,对于非流通股股东,尤其是控股股东来说,如何利用大股东的地位,通过控制上市公司来为自己牟取私利,实现控制权的私人收益,更符合其自身利益,不管大股东是国有资本,还是民营资本.由于对上市公司只是部分持股,必然存在大股东的代理成本,即大股东侵占上市公司资源的成本由流通股股东分摊,但是相应的收益由大股东攫取^[4].由此,我国上市公司广泛存在关联交易,为大股东及其关联企业的违规担保,等等.从这个角度可以看出,股权分置直接造成了两类股东的利益分歧和利益冲突,这是我国上市公司治理失败的根源.

股权分置的弊端是显而易见的,是阻碍中国证券市场“正常化”的根本障碍.中国特色的“股权分置”制度最根本的缺陷就是这一制度“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.股权分置是我国经济体制转轨过程中形成的特殊问题,目前已经成为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.由于股权分置问题由来已久,加之非流通股数量庞大,占全部上市公司股份总数的2/3以上,如此巨额的非流通股如果在短时间内集中上市流通,必然扭曲证券市场的供需状况,造成二级市场股票严重的供过于求,股票价格大幅下跌,甚至造成股市崩盘.2001年市价减持国有股政策失败后,投资者闻“减持”、“全流通”而色变,沪深股市经历了两年多的调整,市值缩水一半以上,中小投资者损失惨重.股权分置的弊端是显而易见的,是阻碍中国证券市场“正常化”的根本障碍.中国特色的“股权分置”制度最根本的缺陷就是这一制度“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.

从2001年6月至今股权分置改革在激烈的争论中经历了“国有股减持”、“全流通”和“股权分置”三个不同提法和阶段,其法律依据也从国家股以市价减持演变到全流通股民应被补偿,进而发展到应由两类股东协商对价.本文将从以下几个方面论述股权分置改革工作的相关内容:股权分置改革制度设计中的博弈;以博弈为基础的股东

协商机制;股东间博弈有效性的实证研究等.

2 博弈论与股权分置改革

2.1 股权分置改革中的博弈

博弈论(game theory)是研究决策主体的行为发生直接相互作用时候的决策以及这种决策的均衡问题,在博弈中,个人效用函数不仅依赖于他自己的选择,而且依赖于他人的选择;个人的最优选择是其他人选择的函数,从这个意义上讲,博弈论研究的是在存在相互外部经济条件下的个人选择问题^[5~7].所谓直接相互作用,通常是指博弈中的任何一个局中人受到其他局中人的行为的影响,反过来,他的行为也影响到其他局中人,由于这种相互依存性,博弈的结果取决于每一个局中人的决策,没有一个人能完全地控制所要发生的事情,也没有一个局中人处于完全孤独的状态.

股权分置改革制度设计的核心思想是非流通股股东获得流通权应当向流通股股东支付对价,支付对价的方案由非流通股股东提出,再由相关股东会议分类表决决定,即要求相关股东会议必须遵循二次表决均通过的叠加规则,将两方股东的利益交由利益主体自行裁决.制度设计的实质,是典型的以调整和调和两方股东利益为目标的妥协性法律制度安排,在这种制度建构下非流通股股东有权提出股改方案,流通股股东有权赞成或否决方案.如果赞同经济学家“市场经济是妥协经济”的观点^[8],那么投票决定制度符合“尊重市场规律”的论点是可以站得住脚的.

股权分置改革可以视做就获得流通权支付对价问题展开的博弈,从利益基本趋同的角度,可将局中人简单的划分为非流通股股东和流通股股东.非流通股股东以越低的对价获得流通权则获得的收益越高;流通股股东可以通过威胁非流通股股东将投反对票否决自己不满意的对价方案,从而迫使非流通股股东修改对价,如仍不满意,则可以否决方案.

从博弈的双方来说,在信息角度,每一个局中人对于自己以及其他局中人的策略空间、盈利函数等有基本的了解,虽然局中人均不知道对手的底线及表决意向,但根据市场平均对价水平可以做出大致的估算,博弈的结局是明确的,即方案不

是通过就是不通过;从局中人行动的先后次序来看,非流通股股东先提出股改方案,相关股东再分类投票表决,局中人的行动有先后顺序,后行动者可以观察到前行动者的行动,并在此基础上采取自己最有利的策略,因此,股权分置改革可以看作是一个完全信息动态博弈^[9].

2.2 股权分置改革中的相关利益

股权分置改革的实质是解决非流通股流动性

的问题,解决的核心是非流通股股东、流通股股东是否能在对价问题上协商一致,另一方面,上市公司作为集合所有股东共同资源和协作意志的载体已然进行常态的运作,尽管股权分置改革试图解决的问题是股东之间的利益冲突,它仍然不能脱离上市公司实体而体外博弈,上市公司利益的变化也会反过来影响两类股东的利益^[10].表1反映了股权分置改革中,相关主体的利益.

表1 股权分置改革中,相关主体的利益

Table 1 The relative shareholders' benefits in the split-share structure reform

	非流通股股东	流通股股东	上市公司
利益	1、所持股份获得流通权,按股票二级市场价格计算价值,在未来按承诺条件上市流通 2、如股权分置改革提升上市公司价值,则分享该价值	1、获得对价,大部分对价是即期所得,也有远期对价 2、如股权分置改革提升上市公司价值,则分享该价值	1、上市公司可以进行再融资、股权激励等 2、股东利益趋同、对公司治理、规范运作等有积极影响 3、如果股改方案含重组、缩股、激励机制等影响上市公司本体的方案,将提升上市公司价值,转增等会影响公司财务状况
付出	1、支付对价(对价可以是股份、现金等),或承担未来履行承诺的风险 2、股权分置改革的相关费用(B、H股公司必须由非流通股股东支付) 3、相关工作、不通过的风险等	未来流通股股份的增加,可能会拉低股价	1、股权分置改革的相关费用(也可由非流通股股东支付) 2、相关工作、不通过的风险等
最关心的问题	如何以最合理的代价获得流通权	1、非流通股股东支付对价的合理性 2、股票价格的涨跌	公司未来的发展

从表1可以看到,非流通股股东进行股权分置改革最核心的利益是所持股份获得流通权,持股价值从按净资产计价变更为按二级市场价格计价.据统计,截止2005年6月30日,沪、深证券市场共1390家上市公司,平均净资产值为143 859.29万元,平均每股净资产为2.649元,截止该日上市公司A股平均股价为4.425元,因此,从市场整体平均水平来看,流通市价比净资产溢价67.01%,再加上股票的流动性及其它潜在的利益,说明股权分置改革对非流通股股东是有巨大利益的.

对于流通股股东来说,在股权分置改革中即期获得了对价,而在远期(至少要一年以后),原非流通股股东所持股份获得上市流通权,由于股票供应量的增加可能会拉低股价的心里预期,其所获对价也只是一中补偿形式,因此,流通股股东并没有太多的进行股权分置改革的动力.

2.3 股东博弈的收益矩阵

为了更好地描述非流通股股东和流通股股东

之间的博弈行为,在设计模型时作一些简化处理.假设非流通股股东有三种对价方案可供选择,低对价、合理对价和高对价;对于非流通股股东提出的方案,流通股股东只有同意、反对两种选择,通过相关股东会议投票表决,其最终结果就是方案的通过与不通过.表2是股权分置改革中两类股东的盈利矩阵.

表2 股权分置改革中两类股东收益矩阵

Table 2 Two kinds of shareholders' benefits matrix in the split-share structure reform

		非流通股股东		
		低对价	合理对价	高对价
流通股股东	通过	(-2,5)	(3,3)	(4,1)
	不通过	(2,-1)	(0,-2)	(-1,-3)

表2收益矩阵中数值较大者表示取得收益较大,对非流通股股东,以越低的对价获得流通权则

其收益越高,只要方案获得通过,都可计算为获利;对于流通股股东而言,通过高对价、合理对价方案,否决低对价方案取得效用为正值,反之取得效用为负值.矩阵中的数值并不保证严格意义上的准确,它们的意义在于说明:博弈的最终结果取决于双方共同的选择,双方的博弈是非零和的.

2.4 其它影响股东间博弈的因素

股东之间的博弈贯穿了股权分置改革的整个过程,在博弈过程中,两类股东首先从自身利益出发考虑相关因素,核心是股改方案,另外还有其它外部因素也会对股东间博弈形成一定影响,如本上市公司对股改方案的调整及宣传策略,证券市场大势的涨跌,其它相关上市公司的股改方案、股改方案通过与否、股改实施后股价的走势等等,这是一个非常复杂的集合^[11].

从微观角度来说,同类股东本体内部也存在着博弈:

- 非流通股股东之间的博弈.主要是上市公司控股股东与其它非流通股股东之间的博弈,因每位股东的持股成本、利益诉求不同,因此存在着对股改方案的不同意见,如有的非流通股股东不愿支付对价或希望支付更少的对价,对送股、缩股、定向转增等方案形式的不同意见等等,均需要非流通股股东进行充分协商,以形成最终的股改方案.

- 流通股股东之间的博弈.由于交易的流动性特性,流通股股东可以选择“用手投票”(持有或买入)、“用脚投票”(卖出),而股价的波动、换手率等交易特性又影响着投资者的买卖决策,同时,买卖行为也变更着上市公司的股东,流通股股东分为基金、QFII、私募基金、个人投资者等等,其因为投资、投机、持股成本的不同,对股改方案的意见也不同.

3 以博弈为基础的股东协商机制

3.1 股权分置改革程序中的博弈过程

股权分置改革博弈过程的展开模型表示图如图 1 所示,局中人 1 表示非流通股股东,局中人 2 表示流通股股东.

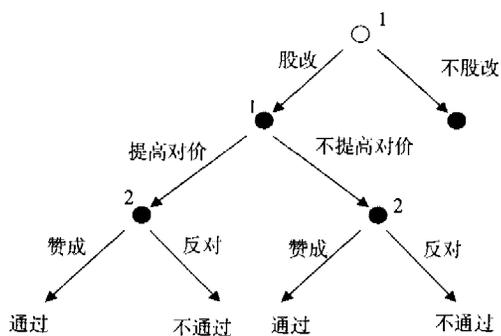


图 1 股权分置博弈的过程

Fig. 1 The game process in the split-share structure

非流通股股东与流通股股东的博弈过程有两个重要的阶段,分别为:

- 1) 股权分置改革动议阶段.非流通股股东经过充分协商,决定提出股改动议或不提出;如提出,则在首次公布股改方案后十天以内,非流通股股东与流通股股东进行沟通,根据沟通情况,非流通股股东确定并披露最终的股改方案,此时,非流通股股东的选择为提高对价、不提高对价.该方案正式披露后即为最终的方案,不能再更改.

- 2) 相关股东协商及投票表决阶段.股改方案确定后,通过相关股东会议对股改方案进行投票表决,根据表决结果确定股改方案通过、不通过.

3.2 博弈过程中局中人的策略选择

在股权分置改革博弈中,假设股权分置改革的全部利益为 P ,非流通股股东从利益最大化的角度,可能在方案设计时将最大化的利益 Q 留给自己,给予流通股股东极少的对价 E (E 可以是任意小的正数,但一旦选定后是固定的量),流通股股东面对 E 与 0 这两种可能结局,是否会因为怕什么也得不到 (0) 而被迫选择极少的 E 对价呢?

根据序贯两人讨价还价的最后通牒博弈 (ultimatum games) 实验,在此类博弈中,通常“一半对一半”是第 1 个局中人的程式提案,而且,第 2 个局中人拒绝非零分配这种情况并不罕见.这一结论的理由大概可以解释为局中人 2 认为极端的差异是令人厌恶的,因此他们愿意放弃现利而拉平相互间的盈利,第 2 个局中人以“宁可两个人什么也拿不到,自己也不愿只拿少量的 E ”来威胁第一个局中人,而这个威胁可以通过投反对票否决方案来实现,因为这对第 2 个局中人只是损失了 E ,对第一个局中人就可能是损失了 Q .因此,按照最

后通牒博弈的试验结论,在股权分置改革中,非流通股股东提出合理对价方案,流通股股东同意是局中人的最佳策略选择。

3.3 网络投票是有效博弈的根本保障

制度的构成依赖于两个关键要素,其一是规则,其二是规则能否被有效执行,二者缺一不可不能称之为一个有效的制度^[12]。在股权分置改革的实施过程中,对流通股股东而言,拥有权利及权力的可执行性是同样重要的,虽然流通股股东自上市公司建立股东大会制度以来便拥有投票权,但由于该权力执行的困难,事实上流通股股东并没有真正有效、便捷的享受到该权力。

股权分置改革能否被有效执行,其核心是非流通股股东与流通股股东之间能否形成有效博弈。根据股权分置改革动议的要求,需要有三分之二以上的非流通股股东一致同意并提出股改方案;而在流通股股东一方,现有规则并没有设定最低投票率的限制,如果流通股股东的投票率极低或流通股股东无法进行表决,则博弈的有效性将受到严重影响。网络投票做为一项为流通股股东行使表决权提供高效、便捷、免费的技术手段,使全体流通股股东参与表决成为可能,为提高流通股股东的参与率提供了保障,为股东间的博弈及博弈结果的形成提供了唯一有效的表决平台。

4 股东博弈在股权分置改革中的实证研究

4.1 股权分置改革的平均对价水平

通过股权分置改革实施以来股东间的有效博

表4 相关股东会议流通股股东表决情况统计(截止2005年10月31日)

Table 4 The voting statistical table of the tradable share's holders in the stockholder meeting (up to Oct. 31, 2005)

流通股股东投票率区间	上市公司家数	被否决公司家数	通过公司流通股股东赞成率			
			66.7%~70%	70%~80%	80%~90%	90%以上
20%以下	3	0			3	
20%~30%	26	1		4	13	9
30%~40%	46	0	1	10	15	20
40%~50%	20	0	1	2	3	14
50%~60%	19	0		1	5	13
60%以上	17	0	1		1	15
合计	131	1	3	17	37	71

弈,市场对股改方案形成了10送3这一平均对价预期,表3、表4的统计数据显示,绝大多数上市公司的股改方案都在10送3附近,流通股股东获送2.5~3.5的公司占70%以上,非流通股股东送出率也在15%左右,说明非流通股股东都选择了最佳策略,即提出合理对价的股改方案。

表3 上市公司平均对价水平分布统计

(截止2005年11月1日)

Table 3 The statistical distribution of the averaged bargaining price in different companies (up to Nov. 1, 2005)

流通股股东每10股获送			非流通股股东送出率		
对价区间	上市公司家数	占全部股改公司的比例%	送出率区间	上市公司家数	占全部股改公司的比例%
2股以下	9	4.04	10%以下	25	11.21
2股~2.5股	10	4.48	10%~15%	65	29.15
2.5股~3股	34	15.25	15%~20%	62	27.80
3股~3.5股	73	32.74	20%~25%	22	9.87
3.5股~4股	53	23.77	25%~30%	14	6.28
4股以上	26	11.66	30%以上	17	7.62
其他	18	8.07	其他	18	8.07
合计	223	100.00	合计	223	100.00

4.2 股权分置改革中流通股股东权力的行使

股权分置改革为上市公司投资者关系管理掀开了崭新的一页,上市公司及其非流通股股东在股权分置改革中所作的大量沟通工作,都充分体现流通股股东的权益得到了保障,其话语权得到了尊重。相关股东会议中流通股股东的投票率得到了极大的提高,从表决结果来看,流通股股东平均投票率达到40%以上,表4、表5是股权分置改革公司网络投票的统计数据,充分说明了流通股股东开始重视及行使自身的权利。

表5 股权分置改革对价区间表决情况统计(截止2005年10月31日)

Table 5 The voting statistical table of the bargaining price period in the split-share structure reform(up to Oct. 31, 2005)

对价区间	上市公司家数	平均投票率	平均赞成率	最高		最低	
				投票率	赞成率	投票率	赞成率
2股以下	4	51.1475	84.915	80.69	96.76	28.86	78.79
2股~2.5股	7	62.788	95.668	81.84	98.46	42.93	91.1
2.5股~3股	19	53.81	86.308	84.87	98.86	28.47	67.94
3股~3.5股	47	39.426	86.43	76.88	97.83	15.19	69.76
3.5股~4股	40	38.49	88.57	76.73	99.17	12.91	61.91
4股以上	9	41.80	94.07	58.43	98.14	22.76	84.3
其他	5	46.6	88.336	71.79	98.76	35.01	71.86
合计	131						

目前只有清华同方一家上市公司的股改方案被否决,说明流通股股东均选择了最佳策略,即在合理方案时投赞成票,表5显示,对价水平越高,平均赞成率越高,说明博弈是有效的。

在股权分置改革启动后,2005年7月份,吴敬琏教授提出了股民强势论的观点,吴教授认为:“证监会已经把股权分置改革的决定权交给了流通股股东了,流通股股东处于优势地位,那么当然他们可要求更多的补偿”。该论点一经报道,便在社会上引起了强烈的反响,这也从另一个方面印证了股东博弈的有效性,说明在投票决定制中流通股股东是能够制衡非流通股股东的。

从另一个角度,截止2005年11月1日,股权分置改革只有清华同方一家被否决的,这一事项对清华同方自身来说是失败的,但对中国证券市场则意义深远。但至今没有第二家被否决的,如果其后上市公司的股改方案都通过了,流通股股东看不到博弈的有效性,则可能会联想到流通股股东在制度上被安排“失语了”,类别股东投票机制本身存在缺陷,如果股权分置改革的核心制度存在缺陷,则难免导致对股权分置改革中是否存在有效的协商机制产生置疑。

4.3 博弈过程对股东策略的影响

在非流通股股东与流通股股东的博弈过程中,两类股东的策略均在逐步调整:

1) 非流通股股东的策略

非流通股股东显示出对流通股股东的充分尊重,在股改方案的制定、沟通、最终确定、拜票的整个过程中,都可以看到非流通股股东的诚意及在股改方案上的让步,这主要体现在:

①对价水平的逐步提高。在股权分置改革工作全面推进后,截止2005年11月1日,已公布最

终股改方案的180家上市公司中,110家调整了股改方案,占56.7%,显示出讨价还价后大部分非流通股股东选择了提高对价的策略。

②股改方案的多样化。股改方案从最早的送股模式,到转增、缩股、派现等传统模式,到认购(沽)权证、认购(沽)权利、现金补差、资产重组、定向转增、股份回购等多种创新模式,呈现方案越来越多样化的态势。

③非流通股股东的承诺更加多样化。设定最低减持价格、延长锁定期是最普遍的承诺事项,还有对业绩、分红做出承诺的,有承诺未来达不到业绩目标时追送股份或现金的,有做增持股份计划的等等,充分显示出非流通股股东对上市公司未来的信心,以及维持上市公司股价所做的保证。

2) 流通股股东的策略

在博弈过程中,流通股股东的表决意见随着与非流通股股东的沟通、非流通股股东做出的让步而逐步变化。在前期沟通中,绝大多数流通股股东均表示出对股改方案的不满意,明确表示将投反对票,通过向非流通股股东施加压力,迫使非流通股股东提高了对价;另一方面,认可上市公司股改方案的潜在投资者通过买入股票成为股东,在股权登记日登记在册的流通股股东享有最终投票权,目前股改方案的高通过率反映出绝大多数流通股股东投出了赞成票。

4.4 博弈对上市公司支付对价平均水平的影响

博弈过程与博弈结果都会对上市公司支付对价的平均水平产生影响,图2是截止2005年11月1日,上市公司首次披露、沟通期结束后的支付对价平均水平,为确保统计口径的统一,均按流通股股东每10股的得股率计算,同时也反映了在沟通期结束时调整股权分置改革方案的上市公司占当期披露公司的比例,

因第六批、第七批沟通期尚未结束,因而无调整后的支付对价平均水平、修改方案公司比例数据。

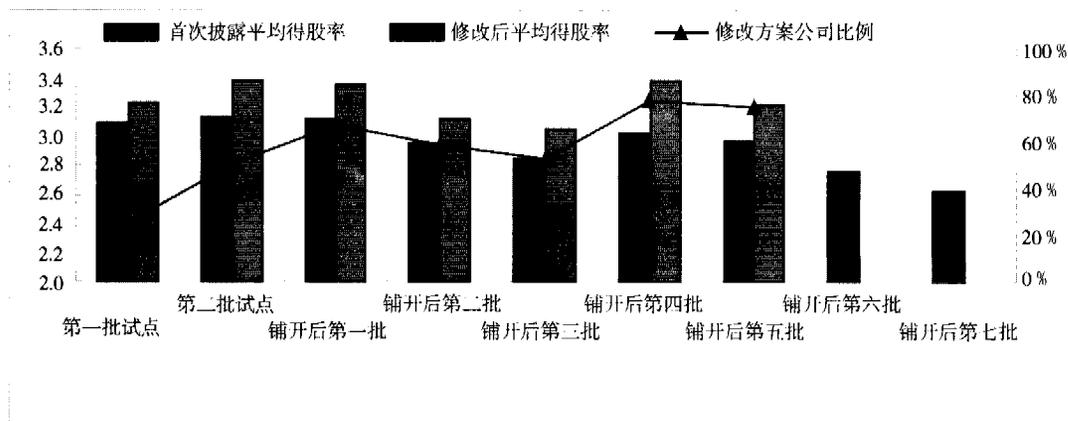


图2 截止2005年11月1日,非流通股股东支付对价平均水平及调整情况

Fig. 2 The bargaining price level and the adjustment determined by the non-tradable share's holders

由于清华同方被否决的警示作用,第二批42家试点公司每10股得股率提高到3.32股,在其后没有出现被否决公司的情形下,非流通股股东首次提出的平均对价水平逐步降低;另一方面,在经过十天沟通期结束后,选择提高对价的上市公司比例在逐步增长,而最终的平均对价水平仍然维持在市场平均水平附近,并非下降趋势,这充分体现了博弈过程对非流通股股东行为选择的影响,也验证了非流通股股东均选择了最佳策略——提出合理对价。

5 股权分置改革中应关注的问题及建议

●确保股权分置改革程序的公正性

股权分置改革采用了完全市场化博弈的手段进行,因而确保改革程序的公正性,尤其是网络投票的公正性是成功的关键,应从规则的公平公正性、执行程序的公正性及监管的严格有效性入手,加强监管,及时完善相关政策法规,为股权分置改革提供诚信公正的环境。

●保证流通股股东对权利的主张及义务

相关法规做出了大量保护流通股股东权益的制度安排,但该权益仍需要通过流通股股东自身的行使方可有效,因此,流通股股东也有投票的义务。从目前的实践情况来看,流通股股东虽然享有了权利,但其自身对权利的认知、对权利的行使,其对投票义务的履行还存在一定的差距,在目前中国中小散户占有很大比例的情况下,还需要通过更多的投资者教育使中小投资者认识并行使自

己的权利。

●设置流通股股东投票率最低限制以保证博弈的有效性

股权分置改革结果的可信度、有效性与相关股东会议的参会率密切相关,在制度设计中,没有规定流通股股东的最低参与率,这是制度设计中遭到攻击最多的一点。因此,建议对流通股股东的表决率规定最低要求,同时对投票没能达到最低表决率要求的情形,制定相关的处理、解决办法,如延长相关股东会议网络投票时间等。

●增强非流通股股东进行股权分置改革的利益驱动

一方面可以从非流通股股东自身出发,如提高流通权价值,降低相关费用等;另一方面通过一系列的政策倾斜,使非流通股股东有更大的利益驱动提出股权分置改革动议。同时,简化非流通股股东进行股权分置改革的审批程序也是非常重要的。

6 结束语

解决股权分置问题的根本任务,是消除目前我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,实现股权统一,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。此次的股权分置改革将是一次历史性的革命,其中也蕴含着多方利益的博弈。本文从股权分置

改革制度设计中的博弈、以博弈为基础的股东协商机制方面论述了股权分置改革工作的主要内容,并对股东间博弈的有效性进行了实证研究.该项研究对于解决我国证券市场的基本制度缺陷、建立我国证券市场未来健康发展的基础结构具有极大的推动作用.

参 考 文 献:

- [1] Feltham G A, Xie J. Performance measure congruity and diversity in multi-task principal/agent relations[J]. *The Accounting Review*, 1994, 69(3): 429—453.
- [2] Pae S. Optimal disclosure policy in oligopoly markets[J]. *Journal of Accounting Research*, 2002, 40(3): 901—932.
- [3] Newman P, Sansing R. Disclosure policies with multiple users[J]. *Journal of Accounting Research*, 1993, 31: 92—112.
- [4] 张千帆, 贺富强, 张子刚, 魏建国. 小股东“搭便车”与利益受损分析[J]. *武汉理工大学学报*, 2001, 23(4): 84—87.
Zhang Qianfan, He Fuqiang, Zhang Zigang, Wei Jianguo. An analysis on the small shareholder hitchhiking and benefit losing[J]. *Journal of Wuhan University of Technology*, 2001, 23(4): 84—87. (in Chinese)
- [5] 张维迎. 博弈论与信息经济学[M]. 上海: 上海人民出版社, 1996.
Zhang Weiyi. *Game Theory and Information Economics*[M]. Shanghai: Shanghai People Press, 1996. (in Chinese)
- [6] 施锡铨. 博弈论[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2000.
Shi Xiquan. *Game Theory*[M]. Shanghai: Shanghai Finance and Economics University Press, 2000. (in Chinese)
- [7] 哈罗德·库恩. 博弈论经典[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2004.
Kuhn H W. *Classics in Game Theory*[M]. Beijing: China Renmin University Press, 2004. (in Chinese)
- [8] McGuigan R, Charles R, Frederick M, H deB Harris. *Managerial Economics: Application, Strategy, and Tactics*[M]. Belmont: South-West College Publishing, 1999.
- [9] Marco Pagano, Allsa Roell. The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 1998, 2: 187—225.
- [10] 曹玉贵, 杨忠直. 公司治理中股东监督行为的博弈分析[J]. *西北农林科技大学学报*, 2005, 5(1): 80—84.
Cao Yugui, Yang Zhongzhi. Game analysis of shareholders supervising of corporate governance[J]. *Journal of Northwest A&F University*, 2005, 5(1): 80—84. (in Chinese)
- [11] 申尊焕. 大股东合作与竞争关系的一个博弈分析[J]. *商业经济与管理*, 2005, 2(160): 75—79.
Shen Zunhuan. A game analysis on the cooperation and competition of large shareholder[J]. *Business Economics and Administration*, 2005, 2(160): 75—79. (in Chinese)
- [12] 敬景程. 论股权分置的治理与制度创新[J]. *云南社会科学*, 2005, 1: 56—60.
Jing Jingcheng. On governance of the structure of split shares and system innovation[J]. *Social Sciences in Yunnan*, 2005, 1: 56—60. (in Chinese)

Positivist research on the usage of game theory in split-share structure reform

SU Mei, KOU Ji-song, CHEN Fu-zan

School of Management, Tianjin University, Tianjin 300072, China

Abstract: The biggest obstacle in China's stock market is the problem of its split-share structure. The process of split-share structure reform is a 'game' between tradable share's holders and non-tradable share's holders. In the game, the two kinds of shareholders bargain on the consideration that non-tradable shareholders should pay to tradable shareholders. In this article, we firstly explained: what kind of game the reform is, the gains and strategies of the opponents in the game and their influence on average consideration. Secondly, we dug into the negotiation scheme between different kinds of shareholders in split-share structure reform based on game theory and then we did some positivist research on the effectiveness of the game between different kinds of shareholders. Finally, we analyzed some problems under the network voting system and made our suggestions.

Key words: split-share structure reform; game; negotiation between shareholders; network voting