

# 对我国资本市场制度性缺陷的思考

鄢洪平, 邹积亮

(武汉大学商学院, 湖北 武汉 430070)

**摘要:**我国资本市场正式起步于1990年深沪证交所的建立, 经历了十几年的发展, 已经取得了很大进展。但资本市场还不完善, 制度缺陷阻碍了资本市场功能的发挥, 也严重地束缚了其继续发展和壮大, 从不同的角度阐述我国资本市场存在的制度性缺陷, 认为只有根治这些缺陷, 才能使我国资本市场健康发展。

**关键词:** 资本市场; 制度缺陷; 结构缺陷

**中图分类号:** F832.5

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1001-7348(2003)09-0145-03

## 0 前言

经过20多年的努力, 我国的经济改革已经取得了重大进展。随着经济体制改革的不断深化, 结构改革的重要性日益凸现出来, 结构改革能否取得突破性进展, 资本市场是关键因素。过去改革未能克服的深层次问题, 不能再依靠政府的行政措施, 必须引入市场机制, 依靠市场力量来解决, 而资本市场为市场化改革提供了极为有效的工具。

我国的金融体系长期以来被传统国有商业银行所主宰, 资本市场发展起步很晚, 规模有限, 至今作用十分微弱。众所周知, 资本市场在经济发展中发挥着资金筹集、价格形成和资源配置这3项重要功能, 而我国的资本市场从产生的那一天起, 就带有“先天不足”的制度缺陷, 使得资本市场的功能难以得到充分发挥。

## 1 资本市场的功能定位有失偏颇

资本市场的功能在于为资本提供者(投资者)和资本需求者(企业)提供联系的渠道, 促进资本积累, 使有限的资本达到最优配置。资本市场通过具有独立意志和利益的经济主体之间的竞争, 形成市场价格, 并通过市场价格来引导社会资金的流向, 从而实现资源的优化组合和合理配置。而在我国, 资本的本性不突出——资本不追逐利润或追

逐利润的动能不强, 资本市场的功能被打上了行政的烙印, 市场的优胜劣汰机制很难建立起来, 资本市场不能发挥其应有的作用。

我国的资本市场在发展之初, 国家就赋予其帮助国有企业增资减债、解决国企经营和资金短缺的艰巨任务, 资本市场的基本功能从开始就被定位于“为国企筹资”。在股票的一级市场上, 政府采取额度控制、行业保荐的办法, 完全垄断了股票的发行市场。这种“功能错位”造成的直接后果是: 在改制和上市额度的分配等方面给予国有企业充分的政策倾斜, 一大批效益不好、业绩差的国有企业在政府的直接介入和干预下, 被“包装”上市。由于这些包装上市的公司无法产生盈利或盈利偏低, 其股票大多不具备长期投资价值。投资者只能在股市中进行短线投机操作, 使股市出现了过度投机和泡沫化的倾向。

我国资本市场的功能仅仅体现为单一的筹集资金, 其价格形成的资源配置功能没有得到很好的发挥。如果资本市场失去了价值发现和资源配置的功能, 片面强调它的筹资功能, 不管公司上市的真正目的是什么, 客观上都始终表现为“圈钱”。股市变成了“圈钱”的场所, 必将使投资者失去信心, 结果是毁掉整个资本市场。

## 2 资本市场存在结构缺陷

### 2.1 资本市场发育失衡

资本市场包括股票市场、债券市场和中长期信贷市场。从3者的比重来看, 股票市场的发展较快, 而债券市场和中期信贷市场发展相对滞后。从以间接融资为主到以直接融资为主, 一个重要过渡是债券市场的发展, 但由于我国企业债券市场不发达, 出现了从银行融资直接过渡到股票融资, 社会信用发展出现断层, 这也是股市发展不健全的重要原因之一。

同时股票市场和债券市场内部的发育也不平衡, 证券交易所的交易较发达, 而全方位、多层次的市場服务体系还没有建立。债券市场上国债的发行和交易发展很快, 企业债券发展缓慢。

### 2.2 股权结构不合理, 缺乏流动性

我国上市公司股本结构较为复杂, 既有A股、B股、H股, 又有国家股、法人股、内部职工股、转配股。上市公司股权结构的特征表现为: 国家股和法人股在公司总股本中的比重相当大, 占60%以上; 股权向国家股呈现高度集中性, 国有股股东是大多数上市公司的唯一大股东; 法人股股权在我国上市公司中的比重相当高, 并有逐步上升并超过国家股的趋势, 成为影响公司治理结构的一个重要因素。

国家股、法人股、内部职工股和转配股

收稿日期: 2003-03-19

不能在证券市场上自由流通转让,即使是能够在证券市场上流通的部分A股、B股、H股,也因流通市场的不同而彼此处于分割状态。这种不合理的股权结构安排不仅导致资本市场缺乏必备的流动性,使资本的自由进出空间受到很大的限制,而且因为国有股的“一股独大”,为“内部人控制”现象的出现提出了可能。

### 2.3 交易产品结构单一

我国的资本市场大量存在的是股票债券等的现货交易,期货、期权以及其它金融衍生品市场不发达。在现实中,这种单方向的结构设计存在明显的弊端,使我国资本市场只有做多机制而不具备做空机制,不具备做空机制为股票市场提供流动性、价格发现和保值的基本功能,大大抵消了资本市场本身所固有的优势。

### 2.4 机构投资者发展不足

我国资本市场上的投资者以散户为主,2000年末在沪深两市个人投资者占总数的99.52%,机构投资者所占比重仅为0.48%。这种散户型资本市场通常根基脆弱,不利于资本市场的稳定和发展,也不利于对上市公司经理人员的监管和公司治理结构的改善。尽管近年来政府采取了允许商业保险资金间接入市,允许社会保障基金入市以及批准设立开放式基金和封闭式基金等发展机构投资者的措施,但总体而言沪深股市仍属典型的“散户市”,机构投资者无论在数量上还是资金规模上都未取得主导地位,这与股份经济和资本市场成熟的发达国家相比存在着很大的差距。

### 2.4 证券公司结构不合理

我国目前有150家左右证券公司,在市场份额有限的条件下,规模小和数量多的行业结构特点,显然是没有规模效率和竞争优势可言的,其结果必然是导致恶性竞争,因此我国的证券业重组是必然趋势。随着加入WTO和佣金市场化的改革,迫使一些证券公司主动寻找被重组、被兼并的机会。

### 2.5 上市公司的分布结构不合理

资本市场发展之初,由于对资本市场功能的错误定位,导致了长期以来,我国资本市场中的上市公司主要是国有工业企业,尤其是缺乏竞争力的传统制造企业,从而造成上市公司的产业非常传统,同时非国有企业很少。

## 3 公司治理结构与治理机制的缺陷

公司治理结构 (corporate governance) 研究的是各国经济中的企业制度安排问题。我国的上市公司大都是由传统的国有企业脱胎而来的,原有的治理结构难以在短期内消除,其治理结构与治理机制存在的明显缺陷,主要有:

### 3.1 国有产权虚置导致内部人控制

公司治理结构要解决的问题实质上是因所有权和控制权相分离而产生的代理问题。公司治理是在产权诸项权能的基础上形成的,合理的产权制度安排是有效公司治理的必要前提与基础。目前我国上市公司基本上被国家或法人控制,国有股、法人股的垄断性持有及所有权的虚置缺位,社会公众股的极端分散,以国有股为主导的上市公司内部人控制严重,国有股权的有效持有主体缺位,致使国有产权虚置,没有形成人格化的产权主体,大股东对企业的监督机制难以建立。这种制度缺陷容易衍生经营者道德风险,产生内部人控制。严重的内部人控制必然使公司的行为更多地体现经理人员的意志,弱化了中小股东的约束,侵害了中小股东的权益。

### 3.2 市场机制对经理人的约束机制残缺

在委托代理关系中,经常会出现代理人的“偷懒”、“机会主义”、“搭便车”现象,对经理人员进行有效的监督与制约。但在我国目前的股票运行机制下,国家股、法人股占上市公司总股本的比重较大,且不能上市流通,因而占总股本比重较小的流通股在二级市场上的买卖不能或基本不发生控制权转移,破产机制、兼并机制、经理市场效率不高,外部股东对企业行为与经理人的约束相应弱化,“用脚投票”机制无法实现。

### 3.3 信息披露制度不完善

资本市场的有效性主要体现在价格对所获取信息的及时而充分的反映上。市场机制对资本或稀缺资源的有效配置,很大程度上取决于可获得信息的充分、真实和及时。我国资本市场出现了众多的造假问题,原因在于我国资本市场上信息披露的高度不对称。部分上市公司不能及时、准确披露法律规定必须披露的信息,有的甚至隐瞒重大事实,严重误导投资者。中国资本市场上的信息是分散的,巨大的信息传递真空,导致信

息在投资者与筹资者之间的分布以及投资者与投资者之间的分布不对称或不完整。信息的不对称使得证券资产的价格对市场信息的反映不及时、不准确,也无法正确引导资金的流向,资本市场效率的丧失,导致市场失灵。

### 3.4 准入与退出机制存在障碍

浓厚的行政色彩是我国资本市场的显著特点。我国资本市场从其诞生之日起,就被严重行政化,而且这种行政色彩越来越浓。我国的资本市场实行严格的审批制,上市额度成为资本市场最为宝贵的稀缺资源,导致企业在上市过程中为争取上市名额采取寻租行为,同时这种制度安排使大量优秀的、高成长的企业被拒之于证券市场门外。另一方面在退出制度上,那些原本早已丧失持续上市条件的上市公司在政府的干预下得以多年滞留在资本市场上,吞噬了有限的市场资源,资本市场优胜劣汰的规律无法形成,在各方面力量的干预下难以对绩差上市公司行使“退出”惩罚权利,资金配置效率大为减低。

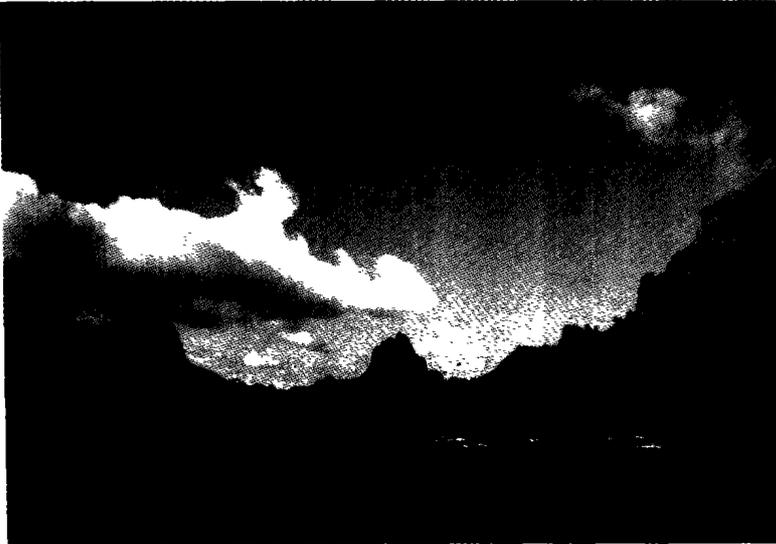
## 4 资本市场的机制缺陷

机制缺陷是我国资本市场的又一制度缺陷。由于竞争机制、约束机制和激励机制的多重缺失,我国的资本市场在很大程度上失去了发展和进取的动力源泉。

缺乏产权关系明确的市场主体,缺乏通过正常竞争而形成的市场价格,缺乏市场主体间通过价格而形成的有效竞争,是我国资本市场上资源流动和动态组合机制不健全从而不能形成有效的资源配置机制的根源。

在约束机制方面,我国绝大部分上市公司是由国有企业改造而来的,由于行政机制的介入与市场机制的缺失,上市公司中普遍地存在着“转轨”不转制的现象。由于在大部分上市公司中,国有股处于绝对的控股地位,而这些国有股大都处于“产权虚置”和“所有者缺位”的状态,这就使得任何一个行政部门特别是上市公司的原主管部门都可以以国有股代表的身份来干预企业,但却不对这种干预的后果承担任何责任。

在激励机制方面,在我国的上市公司中普遍存在着激励机制不健全的现象。在发达的市场经济国家,上市公司普遍实行经营者的即时薪酬(工资和年度奖金)和长期薪酬



(股票期权和限制性股票等)相结合的激励制度。

## 5 资本市场监管制度缺陷

### 5.1 资本市场的法律体系不健全

自从建立资本市场以来,我国相继颁布了许多旨在规范市场运作的法律。调节资本市场运行需要有《公司法》和《证券法》这两个最重要的法律和一系列与之相配套的相关法律与法规,但我国的《公司法》和《证券法》都带有比较明显的制度缺陷。

《公司法》关于公司章程的规定存在制度缺陷。上市公司合理的市场行为和经营行为的形成,需要有内部的规制。在公司内部规制中起重要作用的是《公司法》中有关公司章程的规定,但这种规定普遍采用了模式化的方式。这种模式化的公司章程是计划经济条件下的行政管理方式对资本市场的渗透,它导致上市公司不是“自治”而是“公治”,公司独立的人格、独立的意志和独立的利益都在这种行为权力的侵蚀下流于形式。

资本市场立法的基本出发点和立足点是使投资者的利益切实得到保护,而《证券

法》的执行情况表明,它在投资者利益特别是中小投资者的利益保护方面存在着重大的制度缺陷。尽管法律明文规定禁止内幕交易、操纵市场、欺诈客户和制造虚假信息等行为,并规定了处罚办法,但实际的执行情况并不理想。因此就有

必要建立全方位和多层次的法律体系,建立全方位和多角度的监管架构。

### 5.2 监管不严造成股市的过度投机与暴涨暴跌

我国股票市场泡沫过大,股票缺乏长期投资价值。在我国的股票市场上,机构大户运用各种手法联手操纵股价,内幕交易,使股价暴涨暴跌的现象司空见惯、屡见不鲜。各种股市操作的不规范加上政府的行政干预,造成股指振幅巨大。种种迹象表明,由于过度投机行为所造就的我国股市暴跌的机制已经形成。

无论股指是暴涨还是暴跌,都会产生极大危害。股指暴涨,往往会造成股市的高市盈率和泡沫成份,这种高市盈率并非建立在公司的高成长基础之上,股价缺乏企业业绩支撑,其最终结果只能是或迟或早、不可避免地导致股价全面下跌,股市泡沫随之破灭。股指暴跌,成交量急剧萎缩,市场中的资金流通渠道被堵塞,大量资金被套牢,这往往会挫伤投资信心,并由此波及到整个社会经济。

### 5.3 上市公司的造假问题

中国资本市场出现了众多的造假问题,从“中科系”、“亿安科技”到“银广厦”,并不是因为我们的市场参与者们的道德特别差,其实,道德风险背后掩盖的是制度缺陷。在信用缺失的情况下,应建立信用评价体系,矫正扭曲的制度框架,顺应经济规律,用疏导的办法分流压力,辅以必要的规范化建设。

### 5.4 监管行政化倾向严重

与成熟的市场经济国家相比,我国政府的监管存在明显的职能错位问题。具体表现为在该由市场发挥作用的领域,比如在证券发行上市的规模和速度、企业发行证券的种类、发行的额度等方面,政府干预比较强烈;而对于信息披露、交易公开等应该严格把关的方面又表现为监管力度不强。

经历了十几年发展的资本市场为企业的直接融资打开了渠道,资本市场的发展也是随着我国经济发展而不断壮大完善的。资本市场的发展并非一帆风顺,本身存在着制度性缺陷,需要我们在今后的发展中不断完善它,规范化,使之更好地为我国的经济发展服务。

#### 参考文献:

- [1]刘世锦,张军扩.资本市场新论——与企业重组相适应的资本市场[M].北京:中国发展出版社,2001.
- [2]韩志国.大转折时期的中国股市[M].北京:经济科学出版社,1997.
- [3]肖力.产权制度缺陷与中国资本市场发展[J].前沿,2002,(2).
- [4]阎坤,周雷飞.转型时期我国资本市场的制度缺陷[J].中国财经信息资料,2002,(116).
- [5]任志宏,苑德军.强化中国资本市场功能的理论思考[J].财贸经济,2002,(3).

(责任编辑:高建平)

## The System Defect of Capital Market in Our Country

**Abstract:** The capital market of our country starts in the setting-up of the stock exchanges of Shenzhen and Shanghai in 1990 formally. It went through more than ten years and has already made very great progress. But the capital market is still not perfect. The system defect binders the full play of the function of the capital market, and seriously constrains the development of the capital market. In the paper we explain the institutional defect of the capital market from different angles. Only a radical cure for these defects could make the capital market of our country develop in a healthy way.

**Key words:** capital market; system; defect