

证券时论：从源头根除证券市场制度缺陷 PDF转换可能丢失
图片或格式，建议阅读原文

https://www.100test.com/kao_ti2020/42/2021_2022__E8_AF_81_E5_88_B8_E6_97_B6_E8_c33_42395.htm 我国证券市场十余年的发展历程是一个不断摸索、不断创新的攻坚过程。从国际经验来看，证券市场的高速发展离不开产业资本的支持，而高效率的证券市场又将为产业资本的壮大提供腾飞的翅膀，两者本质上是一个高度依赖、互动双赢的过程。目前，我国仍处于工业化的中期阶段，在我国金融市场相对封闭、金融工具极度缺乏的历史条件下，无论是政府、投资者、还是上市公司，都希望通过证券市场上实现各自的利益目标：政府希望通过证券市场实现最佳资源配置，全面提升产业结构，促进工业化进程；投资者希望通过投资于证券市场获得高收益；上市公司则希望能够通过证券市场改善财务结构，实现资本扩张。从理论上而言，上述目标都应该可以通过证券市场的基本功能——资源有效配置中得以体现，最终实现多赢格局。但是，在我国的证券市场中，上述多赢格局并没有实现：政府迫切希望更多的国有企业通过上市途径来建立现代企业制度，提高经营效率，而忽略了市场机制的作用导致政策多变；投资者在上市公司的魔术幻影中，或者跟风炒作，投机猖獗，或者庄行其道，鱼肉百姓；上市公司圈钱运动盛行，不思回报，不务正业，玩股丧志。多赢如果走向了单赢，最终只能走向俱损。我国的证券市场结症哪里？近期的国有股减持、上市公司造假、投资者操纵股价的问题如何得以根本性的解决？如何防止出现所谓的“捷克现象”？在我国加入WTO之后，上述问题更成为了一个悬在证券市场之上的随

时就要落下的达摩克利之剑。理顺利益关系，端正市场目标，营造多赢格局对于我国证券市场而言，刻不容缓。从根本上而言，我国证券市场未能实现多赢格局的最大原因在于制度缺陷所造成的参与各方目标迷失和行为失真。从证券市场的基本功能来看，它应该是一个企业融资和产权交易的场所。既然是融资场所，融资者就必然要考虑到资本成本，从现代财务理论上说，股票融资的成本是最高的，企业谋求上市是一件极其慎重的大事。而在我国股票市场的最初功能定位上，上市在一定程度上成为解决国有企业建立现代企业制度的资本途径，这本身无可厚非，但如果忽略对上市公司的上市要求，股东没有发言权，那么上市就演绎成为圈钱运动，由此所造成的后遗症层出不穷。另外，股票市场既然还是产权交易场所，产权的明晰和等价是交易有效的前提条件。大量的国有股、法人股不流通，造成同股不同价尴尬局面的同时，不但制约了以市场机制为准绳的产权交易的顺利展开，而且诱发了大量的虚假产权交易，出现了爆炒“壳资源”，越穷越光荣的罕见局面。从证券市场的参与各方来看，目标迷失必然导致行为失真。政府为了实现市场无法承担的政策目标，不断出面挽救证券市场，不断出现“政策底”、“政策顶”；上市公司通过股票市场获得免费的午餐，筹集的巨资挥霍殆尽后，没有任何惩罚措施，还可以借ST、PT风光一回，导致产业经营的链条彻底断裂，企业信用彻底丧失；投资者们则各显神通，希望借炒作股市暴富，违规资金入世、委托理财现象司空见惯，甚至连违法的地下私募基金也可以招摇过市。如果不从源头上解决制度的严重缺陷，我国证券市场参与主体的目标迷失和行为失真现象将难以根除。因此

，建立上市公司法人治理结构、运用独立董事制度、规范年报、打击庄股、清查违规资金等有力措施，必须是在我国证券市场根本制度得以完善的前提下，才能体现出其影响力。完善我国证券市场制度的源头在哪里？引入何种活水才能重建信用、提高市场效率？笔者认为至少可以从如下三个方面入手，引入制度上的源头活水，才能提高我国证券市场的有效性：首先，作为融资场所的证券市场必须树立成本观念，改变目前的发行审批制度，由市场而不是政府对公司进行选择。目前，企业融资渠道狭窄，上市资格的稀缺性引发大量造假和寻租，而上市之后的零成本导致证券市场功能扭曲。所以，从制度上而言，目前的发行方式还需要进一步提高市场化程度，在“宽进”的同时，更需要提高股票融资成本，上市公司要承担股东“用脚投票”的压力。另一方面，我国证券市场还必须两条腿走路，疏通企业发行债券的渠道，大力发展债券市场。在国外，发达的债券市场承担了很大一部分的融资功能，鉴于债券融资成本要低于股票融资，许多优秀企业都乐于债券筹资方式。而在我国，由于企业债券市场不发达，企业的融资压力由以前的银行贷款整个地转向了股票市场，股市在不断的配股、增发下不堪重负。大力发展企业债券市场，有利于企业建立合理的资本结构，也只有这样，才能达到通过金融资本支持产业资本发展的目的，建立起市场多赢的第一根链条。其二，作为产权交易的场所，证券市场必须完善其产权交易机制。市场化的产权交易制度是走向多赢的又一股活水。国有股减持无论采用何种方式，都必须坚定不移地执行下去，而且时间越早越好，越快越好，因为这将改变制约我国市场化产权交易的制度约束，引发完全

市场化的购并活动，从而提高资源配置的效率。目前，我国的资产重组炒作居多，实质性、战略性重组较少。行政命令型重组，财务报表型重组，挽救上市资格的活命型重组等成为购并市场的主流。这类重组形式往往在重组当年获得业绩暴涨，但一两年后，多数业绩水平往往又回到起点甚至更低，证券市场的资源配置、优胜劣汰功能根本无从体现。由此所引发的重组题材恶意炒作、壳资源待价而沽等现象严重地伤害了投资者长线投资的信心，证券市场投机气氛浓厚也就不足为奇了。所以，通过国有股减持，舒畅证券市场的资源配置机制，实现金融资本对产业资本有选择地支持，不但提高了证券市场的效率，而且能迅速壮大优秀的产业资本，从而建立起产业资本、金融资本互动发展的格局，为市场参与各方实现多赢建立第二根链条。第三，加入WTO，将是我国的证券市场实现多赢格局引入的第三股活水。长期以来，我国的证券市场建设都是走“摸着石头过河”的路子，这导致了市场的每一个进步都是以惨痛的代价换取的。如果我们的市场建设都是要在发现问题之后，才制定相关政策进行规范的话，那实现多赢局面恐怕要有很长的路要走。加入WTO，在给我国长期封闭的证券市场带来挑战的同时，带来更多的将是完善市场制度、与国际标准接轨的历史性契机。允许外资券商开展投行业务，将压迫国内券商进行服务升级；允许外资公司上市，将给国内企业造成融资竞争压力，迫使其注重经营业绩和股东回报；允许投资者投资国外证券市场，将迫使国内证券市场增加流通性，提高效率。所有这一切，都要求我国证券市场在制度上彻底根除弊端。加入WTO之后，任何单赢局面将难以维持，要么实现多赢，要么俱损，关

键之处在于和国际标准接轨的速度与程度。总之，我国证券市场目前所出现的信用危机、目标迷失、行为失真等种种扭曲现象，无论采取何种良策，要使其生效，必须从制度上寻找原因，而不应该仅仅“头痛医头，脚痛医脚”。“问渠哪得清如许，为有源头活水来”。从完善证券市场的根本功能出发，引入WTO所带来的竞争机制，将定会改善我国证券市场的现有格局，实现多赢。100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 www.100test.com