

我国证券市场信用缺失的制度成因与治理对策

□ 黄乐勤 于红梅

摘要:证券市场信息缺失问题已经严重阻碍了市场的进一步发展,从制度层面分析主要原因是:旧体制的惯性影响;微观主体上市公司严重的体制缺陷;市场主体之间信息不对称;法律法规建设滞后等。重建我国证券市场的信用体系必须做到:规范政府行为,减少行政干预;建立健全上市公司的信用制度和诚信问责机制;加强法制建设,保障正常信用关系良性运转;建立完善的国家信用管理体系。

关键词:证券市场;信用缺失;信用体系

中图分类号:F832.5

文献标识码:A

文章编号:1671-8402(2005)09-0017-03

证券市场是现代市场经济发展到一定程度的产物,它要求遵守完备的法律和制度规范下的信用行为、高度的信用意识及完善的信用机制。信用是证券市场运作的基石,证券市场上的一切行为都是信用的体现。

一、我国证券市场信用缺失的制度原因浅析

现阶段我国证券市场上存在着一定程度的信用缺失问题,从制度层面上分析,主要原因有:

(一)在体制改革的转轨阶段,旧体制的惯性影响证券市场的信用状况。

我国证券市场的信用缺失带有明显的转轨经济特点。在计划经济体制下,整个国家经济高度集中,这一体制下形成了特殊的信用体系结构,对国家纵向信用的过分依赖,而平等主体之间的信用发展不足。随着经济体制改革的深入,市场经济体制的建立和完善,政府对国家经济管理的方式发生了改变,逐渐从微观领域中退出,而将重点放到宏观调控上,这就使得微观主体之间的横向信用关系显得越来越重要和普遍。而这种横向信用和原有的国家纵向信用有着根本区别:信用关系的双方相互平等,体现为平等主体之间的经济关系。横向信用关系因经济联系而产生,也靠经济利益的协调来维持。可见经济体制的改革要求信用体系结构的调整,可是信用结构的调整既关系到思想观念的转变又关系到经济利益的调整,不是几年甚至十几年就能改变得了的。长期绝对的纵向信用对人们的思想和

行为所形成的深刻影响至今尚在股票市场中有明显的表现:一是信用关系双方的地位难以平等。受信方往往因其处于一定的优势和主动而忽视对授信方的信用承诺,如上市公司、中介机构和大股东常常违背投资者特别是中小投资者的信用要求,授信方因其被动地位而遭受损失的情况经常发生。二是信用关系中经济关系不突出。对股票市场中的失信行为查处后一般给予行政或刑事处罚,经济处罚运用得少,处罚的程度也不够,信用受害者的经济赔偿要求几乎不能实现。实际上,非经济手段对失信的制裁效果并不显著。三是信用活动中政府干预严重,中国股市成为典型的“政策市”。

(二)作为证券市场微观主体的上市公司存在严重的体制性缺陷,导致上市公司诚信危机。

上市公司是证券市场发展的基石,由于公司信息披露不实、虚构利润现象十分普遍且性质严重,已极大地影响了投资者的信心,成为目前证券市场亟待解决的问题。这些问题根源在于上市公司体制的改革尚不彻底,现代企业制度还没有完全确立起来,上市公司受到大股东或一些行政部门的过度干预,经营的自主性缺失,治理结构不健全,公司治理存在制度缺陷,运作机制不合理,上市公司与控股股东之间关联交易不规范。而公司内部缺乏有效监督,导致上市公司违背诚信的事件频繁出现,同时公司外部监督的无力,使得上市

作者简介:黄乐勤,厦门大学经济学院财政系博士研究生;于红梅,任职于中国华融资产管理公司福州办事处。

公司违背诚信的行为并未得到及时的纠正和处理。极大地破坏了证券市场的正常秩序,扭曲了社会资源有效配置,同时也严重损害了广大投资者的利益,从而导致了证券市场运作的低效率和上市公司的诚信危机。

(三) 市场主体之间信息不对称, 博弈地位显失公平。

信用问题的核心是信息问题。充分的信息披露、信息交流和沟通才能形成经营者与投资者之间的诚信关系,进而推动公司不断完善治理结构,从而减少信用缺损问题,但是如果信息不充分,欺骗行为不能被发觉的话,信用就会出问题。当信息不完全时,由于经济人的有限理性和机会主义倾向,会使交易费用上升,市场效率低下,从而使市场有效配置资源的功能受到限制。

股票市场是典型的信息市场,信息披露的准确程度和透明程度直接影响着市场的资源配置效率。信息披露制度的不健全和不完善不可避免地使关联交易和内幕交易在市场中盛行,从而也就不可避免地会损害投资者特别是中小投资者的利益。

信息的不对称性,不仅指博弈双方获取的信息内容上具有差异,还包括获取信息的时点先后不同。具体到证券市场来说,既包括上市公司与投资者之间的信息不对称,也包括机构投资者与个人投资者之间的信息不对称,以及中介机构与投资者之间的信息不对称。正是由于信息的不对称性,直接造成了上市公司违规行为频繁发生,散户在与机构博弈中处于绝对劣势。

造成我国证券市场信息不对称的原因是多方面的,比如:1、客观原因。一方面,信息具有共享的特点,是一种准公共物品,就像市场只提供不充足的其它公共物品一样,市场只提供不充足的信息,因而获取信息的代价往往是昂贵的。另一方面,市场信息从信息源头(比如上市公司)传递到投资者手里,不可避免地有一个过程(“信息链条”)。在这个传递过程中,信息客观上会发生时间上的延迟和信息内容上的漏损。因此,各市场主体由于在信息链条上所处境况不同,距离信息源头的远近有别,导致了其获取信息的充分性、真实性和完整性都是有差异的。这种差异就是不对称的涵义所在。2、主观原因。一般而言,一条市场信息从源头到投资者,要经历多个传递环节。无论是信息源(上市公司),还是中间传递环节(券商、会计师事务所、投资咨询公司等中介机构、传播媒体),都是有自己利益的理性经济人。他们为了自身利益,或者希望利用信息牟利,往往从主观上具有截留信息、修改信息、添加信息等不良行为动机。比如上市公司就有报喜不报忧的动机,中介机构出于利益诱惑或者市场竞争的需要,或者被上市公司、投资机构所收买,往往会牺牲自身独立、客观、公正的信用原则,对其经手的市场信息进行人为的修饰甚至伪造,这样,处于信息传递链条末端的中小投资者接受到的信息,往往在及时性、准确性和完整性

等方面已经大打折扣。笔者认为,在我国,这是信息不对称的主要原因。

(四) 法律法规建设滞后,信用制度不完善,失信成本低廉。

证券市场中无视信用、践踏信用的现象比比皆是,这种情况的出现,除了社会信用环境恶劣之外,法规无信也是证券市场出现信用危机的重要原因。

所谓法规无信,就是有法不依、执法不严,严肃的法律失去了惩戒违法违规者的应有威力。例如《公司法》规定“公司有重大违法行为”可“暂停其股票上市”;“经查实后后果严重的”、“由国务院证券管理部门决定终止其股票上市”。令人遗憾的是,这些法律条文都形同虚设,在证券市场众多的违法违规案件中,除了ST红光等个别案件外,极少被真正实行过。

1.法律法规建设滞后。法律法规一直是证券市场诚信制度建设的重要方面。美国政府在20世纪30年代大危机之后,针对充斥于证券市场的信息造假、内幕交易、随意违约、恶意欺诈、操纵市场等现象,先后制定了《1933年证券法》、《1934年证券交易法》、《1939年信托契约法》和《1940年投资公司法》等多部法律,一方面强化了上市公司的信息披露义务;另一方面又加强了股东的责任意识。目前,尽管我国已经实施《刑法》、《公司法》和《证券法》等法律法规,但某些条款已经滞后于我国证券市场发展的实际,如对董事及高级管理人员诚信义务的规定不够全面,对中介机构、高管人员发布虚假信息没有有效的处罚措施。由于我国证券市场缺乏一个透明、公正和高效法律法规体系的支撑,法律制度构架方面的缺陷致使对上市公司等市场主体违法违规行为的处理缺乏有力的手段。监管不到位、监管措施脱节,对违规性的稽查和事后查处力度不够,对中介机构串通作假缺乏法律约束,导致市场违规者所付出的代价与其在高风险下可能获取的收益不对称,相关处罚并未达到足够的警示作用。同时,证券司法制度不健全,有关股东的民事赔偿制度并未完全建立,投资者利益不能得到法律有效保障。

2.信用制度不完善。信用制度不完善使得信用关系的内容不明确,失信行为不能受到应有的制裁。成熟而且健康的信用体系,是建立在有效的国家信用管理体系之上的。而完善信用管理体系的支柱之一,就是完善的法律法规和制度。美国是世界上信用管理行业最发达的国家。其信用管理服务可追溯到1830年,于20世纪50年代跨入现代信用管理阶段,适应社会发展的信用管理相关法律体系则始建于60年代,至今已形成了完善的信用管理制度体系。目前,美国信用管理的相关法律就有近20项,并且成立了国家信用联盟管理办公室等信用专门执法机构。并且个人信用也是公开的,能随时上网查阅。我国尚无专门的信用法律法规,只是在《证券法》和《会计法》等相关法律中就有关信用要求

作了一些简单的规定,虽然成立了证监会对证券市场进行监管,但是监督管作用有限,缺乏其他配套措施。

3.失信成本低廉。目前我国股票市场中失信者不但需要付出太大成本,反而能获得较大收益,形成了一种“违约有利”的不正常现象。在某些信用活动中,违约比守约能给违约方带来不法收益是显而易见的。但是,在正常情况下,违约是要付出代价的:一方面,需要对信用关系的受害方进行经济赔偿;另一方面,违约会降低自身的信用水平,从而不利于以后的信用活动,实际上等于信用惩罚。而在我国股市中,违约基本不会发生以上成本。因为一方面,作为受害方的中小股东处于弱势地位,对上市公司、中介机构和大股东违约造成的损失赔偿要求根本无法实现;另一方面,由于没有信用登记和查询系统,股市中的违约行为很难为外界了解,当然也不会对其信用水平有任何影响,更不会给其以后的信用活动带来不利。只有极少数的违法违规行为被监管部门查处并曝光,但这种概率实在太小。相反,在信用普遍缺失的情况下,少数的守约者反而会吃亏。正是由于违约有利才使得信用缺失向更深更广的方向发展,这就是市场经济下利润的驱动作用。

二、我国股票市场信用体系重建的对策建议

(一)规范政府行为,减少行政干预。

在我国证券市场上,政府既是市场规则的制定者和裁判,同时也是市场的参与者,因此,规范政府行为便显得尤为重要。一方面,由于政府代表全国人民行使国有资产的管理权,是市场参与者。为维护所有者权益,政府必然会通过大股东的控股地位参与上市公司的重大决策。因此,政府作为国有控股股东的代表,行为必须规范,要严格遵守《公司法》等有关法律法规;另一方面,政府用行政手段调控和干预市场活动完全必要,但应干预适度,要做到该管的事情要管好,不该管的事情要坚决放开,让市场机制发挥作用。总的原则是,要充分发挥市场机制在资源配置中的基础性作用,减少行政干预。

(二)规范上市公司运作,建立健全上市公司的信用制度和诚信问责机制。

上市公司作为证券市场重要的微观主体,其行为规范和运作状况直接影响到证券信用制度建设。为此,有必要进一步完善法人治理结构,深入贯彻《上市公司治理准则》,积极倡导公司治理的理念,规范控股股东行为,建立合理制衡的股权结构,强化利益相关者的监督,完善独立董事制度建设,提高上市公司治理水平,强化信息披露制度,改善上市公司财务信息和重大事件披露的质量与及时性。同时,加强上市公司董事、高管人员的诚信建设,建立上市公司及其公司董事、监事等高管人员诚信档案,增进公司管理层的责任和诚信,积极建立健全上市公司的信用制度和诚信问责机制。

(三)加强法制体系建设,保障正常信用关系良性

运转。

市场经济是信用经济,也是法制经济。在经济活动中,仅靠民心和道德不足以有效约束信用双方的经济行为,必须借助于法律的威力来约束信用关系各方的行为。信用关系的调整是一种经济利益的调整,必须以法律的强制性予以保证。因为市场经济体制下的信用关系具有明显的经济性,所以在信用相关法律的制定中要突出经济内容,要加大对失信者的经济制裁,增加违约的经济成本,使其在强有力的经济约束下自觉地遵守信用,同时也要加强对守信者的经济奖励,鼓励信用关系的建立和扩展。另外,还要严格执法,如果执法不力,法律的效果也就无法体现。当前,必须完善《公司法》、《证券法》和《会计法》及其他相关法律中对投资者特别是中小投资者的保护,对民事赔偿问题要做出详细规定。迄今为止,如何承担民事责任,应赔偿哪些经济损失,在法律上还是一个非常模糊的问题。另外,在股票市场信用的赔偿问题上,要求赔偿的一方往往是中小投资者,就个别投资者而言,其获赔的利益有限,要起诉大公司或大机构,往往相当困难,即使成功,在经济上也得不偿失。因此,为了使法律作用落到实处,需要完善代表人诉讼制度,以发挥集团诉讼的作用。

(四)建立完善的国家信用管理体系。

所谓信用管理体系,实际上是一种社会机制,它把各种与信用相关的社会力量有机地结合起来,共同促进信用的完善和发展,制约和惩罚失信行为,从而保护市场秩序正常的运行和发展。为了从根本上解决困扰我国股票市场发展的信用缺失问题,建立符合我国股票市场实际的信用管理体系势在必行。我国的信用管理体系应由政府指导和帮助,社会各界多方努力共同完成。政府主要在政策上提供支持,充分发挥信用中介服务机构和自律组织的作用。自律组织主要是借鉴国外在信用管理方面的先进经验,结合我国的实际情况进行行业自律管理。中介信用服务机构是非常重要的,我国中介服务应采取有偿方式,通过信用服务费用的收取形成有效竞争,从而提高服务质量和水平。另外,要建立全国性的信用登记和查询系统,使各种信用活动处于适时监控之下,并且便于人们随时查询信用记录,根据信用的历史记录开展信用活动。

参考文献:

[1]冯志文等:《我国证券市场信用缺失的成因、危害及治理对策》,《南方经济》,2002年第9期。

[2]刘中文等:《上市公司存在问题分析与对策研究》,《商业研究》,2002年第8期。

[3]蒋海:《不对称信息、不完全契约与中国的信用制度建设》,《财经研究》,2002年第2期。

(作者单位:1、厦门大学,福建 厦门 361005 2、中国华融资产管理公司福州办事处,福建 福州 350001)

(责任编辑:自然)