

上市公司“资本自主权”与证券市场发展

余云辉

(厦门大学,福建厦门 361005)

摘要:本文认为,政府管制造成的上市公司资本自主权缺失,是造成中国证券市场超涨和超跌的主要根源。因此,必须切实落实企业资本自主权,综合运用温和的市场化调控手段,控制行政干预,以此推进证券市场稳健发展。

关键词:证券市场;上市公司;资本自主权;行政管制

中图分类号:F830.9

文献标识码:A

文章编号:1009-3540(2007)07-0023-0003

造成当前中国股市超涨的内因不在于外部流动性过剩,甚至也不在于资本市场本身,而在于企业,在于作为资本市场基石的上市公司。具体地说,在于上市公司“资本自主权”的缺失。“资本自主权”是指企业根据资本市场上资金供给状况、股票价格走势、利率走势、投资者需求偏好状况以及企业自身战略发展的需要和企业内部资本结构最优化的需要,自主选择并决定发行或回购股票和债券的数量、价格、利率、时间及其资本用途的权利。“资本自主权”与“经营自主权”有机结合才能构成完整的“企业自主权”。

尽管中国经历了20多年企业改革的历史,落实企业自主权已经成为一个陈旧的话题,但是,迄今为止,国内上市公司和准上市公司仅仅拥有“经营自主权”,还没有取得“资本自主权”。“资本自主权”依然牢牢掌控在政府有关行政机关手中。企业发行或回购股票和债券需要层层汇报,层层审批,历经数月甚至数年的时间。从这个角度看,中国证券市场超涨和超跌的体制根源在于政府,在于政府的行政管制,在于企业“资本自主权”的缺失。

一、企业没有“资本自主权”的主要后果

第一,微观后果。政府没有下放企业“资本自主权”,意味着政府从资本供给的角度以行政管制的形式控制着中国企业特别是上市公司的发展。具体表现为,当公司股票价格持续上升并超过公司内在价值的时候,公司不能自主决定发行股票、募集资金、平抑股价、归还贷款、减少财务费用支出、提高抗风险能力,也不能自主决定通过换股的方式吸收合并其他公司的资产;相反,当公司股票价格持续下跌并低于公司内在价值的时候,公司不能自主决定发行债券或动用自有资金及时回购股票、减少股本、提高每股股票的内在价值、提升投资者信心、阻止股票价格进一步下跌。

在没有“资本自主权”的情况下,企业不可能拥有资本经营的活力。企业没有“资本自主权”也是国内大量优质公司转移海外上市,造成大量上市公司资源流

失、股权资源流失和国家税源流失的主要原因。

第二,中观后果。企业没有“资本自主权”导致中国资本市场缺乏自我调节能力。在企业没有“资本自主权”的情况下,如果公司股票价格持续下跌,上市公司却无法及时回购股票来阻止下跌的趋势;目前,许多持续上涨的股票价格已经超过公司的内在价值,上市公司也无法通过类似境外资本市场通常采用的“闪电配售”等方式迅速增加股票供给来平抑股价。作为资本市场基石的上市公司不能行使“资本自主权”,不能根据市场趋势和央行的调控信号及时作出有效的反应。可见,“资本自主权”的缺失导致了企业缺乏资本的自我调节能力,进而导致了资本市场自我调节能力的丧失。

第三,宏观后果。企业没有“资本自主权”导致中央银行市场化的宏观调控手段难以解决流动性过剩问题。在市场经济体系中,只要企业拥有“资本自主权”,上市公司和中央银行就拥有一项共同的功能:即调节市场流动性。央行是通过调整存款准备金率和发行票据等方式主动地调节市场流动性,而企业和上市公司则是通过发行或回购有价证券(包括股票、企业债券、可转换债券等)来吸纳社会资金或向资本市场释放资金的方式被动地调节市场流动性。当市场出现流动性过剩,股票价格持续飙升,央行可以发出紧缩信号,收紧银根,提高存贷款利率;作为应对宏观调控的对策,企业需要及时利用股价偏高、市场流动性充足的有利时机发行股票或长期债券,提高货币资金储备,归还利息较高的银行贷款,提高长期资本充足率,降低宏观紧缩所造成的经营风险。上市公司发行有价证券、吸纳资本市场游资,客观上发挥了抑制流动性过剩的作用。相反,当市场流动性不足,股票价格持续下跌,央行可以通过市场化的方式放松银根,降低利率,增加企业的贷款;作为对策,企业可以通过增加银行贷款或者动用自有资金的方式回购公司发行在外的股票和债券,增加股东权益。企业回购股票或债券、向证券市场释放出资金,客观上增加了市场的流动性。可见,企业是宏观调

控政策发挥作用的微观基础,资本市场是传导宏观调控信息、发挥宏观调控作用的重要媒介,政府的政策成就是央行和企业互动的结果。

如果企业没有“资本自主权”,那么,宏观调控则是另一番情景:

当市场流动性不足,股票价格持续下跌时,央行开始放松银根,可是,上市公司往往不会出手回购股票。原因是:(1)回购股票的审批程序繁琐复杂,审批时间长,难以把握市场的回购机会;(2)银行贷款不能用于回购股票,不能用于改善公司的资本结构;(3)在前一轮牛市中没有及时发行股票、囤积富余的现金;(4)回购股票的行为往往被认定为上市公司资金充足,会增加证监会审批再融资的难度。因此,面对央行放松银根的各项措施和大大低于内在价值的公司股票,上市公司往往讷若泥人,毫无作为。企业没有“资本自主权”,央行降低存款准备金率所释放的货币只能囤积于商业银行,难以流入资本市场,难以解决资本市场流动性不足问题。

当市场流动性过剩、股价持续上涨,本该通过企业大量上市,通过大量发行股票和债券,增加有价证券的供给,回笼市场资金,抑制过剩的流动性。但是,这种情况目前没有出现,股票和债券的供给仍然受到严格的行政管制。上市公司和准上市公司无权自主决定股票或债券的发行,无法配合央行回笼货币,企业没有成为抑制流动性过剩的基础力量。当前,证券监管部门还在制定有关政策,准备进一步提高定向增发股票的门槛,减少股票供给。

资本市场本该是企业 and 投资者开展博弈的场所,政府只是博弈规则的制定者和监督者。但是,当政府剥夺了企业“资本自主权”之后,企业退化为观望者而把政府推向了前台,政府和投资者成为长期以来的博弈双方,这也是所谓“政策市”的制度根源。而最终的状况是风险自负的投资活动往往变成政府承担无限责任的危险游戏。2004年和2005年中国证监会及其外地分支机构门前的投资者静坐队伍是对这场游戏的现实注解。

二、落实企业“资本自主权”,发展我国证券市场

第一,不用政府的行政干预手段。中国资本市场不稳定的内因没有消除,既会超涨,还会超跌。如果采用以往惯用的过激手段以屠杀式、一刀切的行政干预方法打击股市,受伤害最深的投资者将是今年从3000至4000点入市的大量普通百姓,这样不利于维护社会稳定,也不利于维护本届政府的形象。

第二,慎用央行的货币政策手段。在上市公司“资本自主权”没有落实之前,央行的存款准备金工具和利率工具不会增加股票和债券的供给,同时,也阻挡不住

居民存款转移股市的步伐。因此,央行的货币政策工具对股市的影响作用有限。但是,央行的货币政策对企业贷款规模和银行负债成本却有着很大的影响。如果央行持续提高准备金率和利率,没有抑制住股市的上涨,却抑制了国内企业的正常发展,造成本土商业银行的客户流失,助长了外资商业银行在中国贷款市场的竞争力,从而对中国经济增长造成长期的伤害,那么,这个问题就严重了。当然,那时股市一定又进入超跌的周期,政府又要忙于行政救市了。

第三,采用温和的市场化调控手段。市场化的调控手段简单地说就是,当市场过热时通过发行股票、债券、可转债等产品,增加证券的供给量,回笼市场游资,减少流动性;相反,当市场过冷时,通过回购各类证券,减少证券供给量,投放市场资金,增加流动性。其实,市场化的调控手段比其它调控手段更温和、更简单、更有效。目前,在证券市场出现过热趋势的情况下,应该通过下列途径增加股票、债券、可转债的供给:

1.允许上市公司的大股东按市场化的原则提前出售股改禁售期未了的股票。大股东所持有的股票在股改禁售期未了之前,可以根据禁售期长短并按照市场化的贴现率打折出售。大股东减持的股票既可以配售给本公司的流通股股东,也可以定向批量配售给其它机构投资者,从而平稳地增加股票供应量。这样市场化的操作没有违背股权分置改革过程中大股东的承诺,在法理上可以成立。只有完成了股权分置改革,才产生了这一市场化的调控手段。这是股权分置改革的重大功绩之一。

2.解除上市公司资本管制,下放企业“资本自主权”。改变股票、短中长期债券的发行与交易由央行、发改委和证监会分别监管的状况,证券市场应该由中国证监会统一监管,同时,取消上市公司再融资的行政审批制度,改为“备案制”,即取消上市公司配股、增发、定向增发、可转债发行、中长期债券发行的一切行政管制,让上市公司自主决定发行证券的品种、数量、时间、用途。改进现有的保荐制度,消除保荐制度中遗留下来的“额度制”、“通道制”等行政管制色彩,取消保荐代表人保荐家数的限制;在提高保荐代表人素质的同时,取消对保荐代表人数量的人为控制,壮大保荐代表人的从业人员队伍。在行政审批制向“备案制”的过渡阶段,证监会发行部和“发审委”对证券发行企业和保荐机构报送的发行材料可以发表专业意见,并只能把这些专业意见作为发行公告书“风险提示”项下的内容之一提供给投资者参考,但不作实质性判断,不能行使否决权。证券监管部门的工作重点应该是负责监管上市公司和保荐机构是否全面履行信息披露义务。只要履行了完整的信息披露义务,投资者尤其是机构投资者一

定会本着对资本负责的本能给出基于风险的估值。资本市场本质上就是评估风险、交易风险、分散风险的场所。如果证券风险的评估是在政府大楼里完成的,那么,这个证券市场就是政府主导的市场,就是有缺陷的市场。

3.解除上市公司收购重组、换股合并过程中的行政管制,提高上市公司资源整合的效率,进一步改善上市公司质量。收购重组、换股合并只要按照现有的操作规则,履行董事会和股东大会的决策程序,充分披露信息,报备证券监管部门即可,应该取消“预沟通制度”和审批制度。

4.解除新股发行的行政管制,企业发行新股和上市实行“备案制”,同时把新股发行标准与上市标准交给不同的证券交易所来掌握。行政管制是阻碍多层次资本市场建设的制度性障碍,也是最大的障碍。只有取消行政管制,才能推动多层次资本市场体系的发展,才能真正落实企业“资本自主权”。发展多层次资本市场也是解决流动性过剩的重要手段。

5.在新股发行和上市公司再融资的时候,应该大幅提高机构投资者的申购比重,鼓励机构投资者参与投资,取消机构投资者的股票锁定期。应该借助机构投资者的风险识别能力和定价能力,形成以机构投资者为主导的市场化定价机制,培育出稳定健康的收益与

风险对称的资本市场。证券市场的泡沫既可以通过行政干预、制造暴跌来挤压,也可以通过市场化的调控手段、提高公司业绩来填补。前者是以往惯用的手法,后者才是建设和谐市场的关键。

第四,控制和减少证券市场的不稳定因素。当前,控制和减少证券市场的不稳定因素显得尤为重要。为此,必须推迟股指期货的出台,禁止外资参与股指期货交易。从理论上讲,股指期货的做空机制可以抑制股价,但是,在中国证券市场超涨和超跌的内因没有消除、市场内在的自我调控能力没有形成之前,股指期货的推出必然助长市场的超涨超跌程度,加大市场波动的幅度和风险。因此,只有在取消了企业资本管制、放下了企业“资本自主权”、培育出证券市场自我调节能力之后,才能推出股指期货。

特别需要提出的是,在股指期货推出后的3-5年内,必须禁止包括QFII在内的一切外资机构参与中国的指数期货交易,防止外资机构利用从2004年到2006年购买的大量廉价的中国金融企业股权和国企H股股权,联合国内QFII在内地股市最低点囤积的筹码,在内地股市高点放空指数,联手做空内地股票市场,给中国百姓带来一场金融浩劫。令人担忧的是,在指数期货实施规则中,已经有了外资的身影。▲

责任编辑:阮红新

(上接第14页)融控股公司作为中国金融混业经营制度的主要组织形式。同时,根据中国金融混业经营制度的发展水平和对金融控股公司监管的现实要求,适时修改《银行业监督管理法》,将其修改提升为《金融监督管理法》,规定中国人民银行为核心的,将银监会、证监会和保监会等国务院事业单位编制组成部门置于人民银行的统一领导之下,这样就确立了以中国人民银行负责的统一监管法律体系。

(二)以金融控股公司为立法重点的监管法律体系

金融控股公司作为金融混业经营的重要形式,要将金融控股公司作为将来混业监管立法的重要领域。就中国金融控股公司监管法律制度建设而言,首先要建立、健全中国金融控股公司法律体系,这是中国金融控股公司监管法律制度建设的重要基础条件。具体包括制定、修改和完善《金融控股公司法》、《金融监督管理法》、《金融服务业法》、《商业银行法》、《证券法》等金融法律,为规范化、制度化的金融控股公司监管提供法律基础。同时,制定有关法律的实施细则,增加金融控股公司监管法律的操作性 and 针对性。其次建立、健全金融控股公司监管法律体系,制定《金融控股公司监督管理法》,及相关的金融控股公司监管行政法规和规章,

明确对金融控股公司的监管机构、监管程序、监管范围等,使金融控股公司监管程序化、标准化、增强针对性和操作性。在此就是确保中国金融控股公司监管法律制度的前瞻性和稳定性,既保持和促进金融控股公司监管主体的监管灵活性和工作持续性,又能适应金融控股公司金融创新的需要。

从我国金融业发展的情况来看,目前实行的分业监管体系还能适应目前我国金融业发展的要求。但是随着金融全球化和金融混业经营的深化,混业监管将成为我国未来金融监管的主要形式。而一个金融监管体系的建立有赖于完善的法律体系的支撑,因此我国应加紧金融混业监管的立法,为未来建立混业监管体系铺平道路。▲

[参考文献]

- [1]陈伟光,邵学言.金融开放条件下国际金融监管体制变迁问题研究[J].南方金融,2003,(5).
- [2]董小君.国际金融监管模式的比较与借鉴[J].国际行政学院学报,2004,(3).
- [3]易行健,杨碧云.论金融控股公司的比较优势及在我国的发展模式[J].金融教学与研究,2003,(3).
- [4]胡继红.全球化视野下的国际金融监管法律制度[M].武汉:华中科技大学出版社,2003:249.

责任编辑:天明