

內地證券市場改革舉步維艱

企業管治



何順文 李元莎

內地證券資本市場多年來一直處於社會輿論漩渦的中心，不斷揭發的行業醜聞和制度性缺陷，近來更因市場交易持續低迷和證券公司內部問題普遍外化而處於「風雨飄搖」之中。日前爆出的「王小石事件」成爲又一個導火線，誘發了對整個證券發行和監管體制的新一輪質疑、聲討。

內地對於證券資本市場的信心危機由來已久，多年來學者和公眾對其批評和建議從未中斷，只不過不同時間人們關注的問題重點不同而已。作爲後發國家、新興市場的證券資本市場，與發達國家規範市場實踐相比，發展時間短、基礎差，存在一些問題和不足本屬正常，但隨着內地證券市場的不斷發展，人們並沒有看到既有問題的逐步解決或者被新興發展而消化，反而因市場的擴大、資金的聚集、機制創新，矛盾愈加深化、激化。由此人們開始懷疑，在現有的發展下，是不是需要對於證券市場的基本制度架構加以深層反思？

內地證監會日前因一突發事件而處於尷尬境地，起因在於所屬一低級官員「王小石」因涉嫌出售內部資料牟利被司法部門審查，而由此引發的討論和問責則遠遠超越了這一具體事件，觸及到了內地證券發行和監管體制的合理性本身。

人如其名，王小石只是證券發行審核權力場中的一塊「小石子」，負責公開上市發行審核的副處長（內地中央政府部門中最低官階），其權力運作空間委實有限；但「石子」雖小，畢竟是在權力體系中佔據了一個位置，他就是利用自己的準備、組織發行審核委員會的工作職責，獲取出售發行審核委員會組成人員名單牟利。因爲就在半年前新的發行審核委員會組織規則出臺前，具體發行審核委員會人員的組成是對社會保密，而獲取組成人員名單是進行上市公開的必需環節，所以這顆小石子就有了獨特社會價值。

股權分置交易屬不公平

「王小石事件」昭示了證券發行監管體制中權力尋租的普遍化和制度化，因爲一個簡單的推理是：發行公司獲得發行審核委員會組成人員名單後，第二步是向超過半數的審核委員作公開，結果是不符合標準的公司得以公開發行上市，然後是問題公司出現，投資者遭受損失，誘發誠信危機。這一惡化變質的發行上市生鏈，已被內地眾多虛假包裝上市、違規操作醜聞反覆驗證，其根本就是上市發行審核機制合理內核的缺失，是內地證券監管機制難以逃脫的原罪。「王小石事件」希望至少

應成爲這一因果鏈條中的一環。

內地證券市場在近半年間持續低迷，股指屢創新低、市價大幅縮水，各方雖措施不斷，但收效甚微。傳統官本位和股權分置的模式而造成證券市場的根本性制度缺陷是導致這一現象的深層次原因，對於這一根本性制度缺陷的克服則需要大智慧、大勇氣、大成本。

股權分置是指內地證券發行法規把公開上市公司的股份分爲兩類：公眾在公開發行中認購的股份稱爲社會流通股，在證券交易所公開掛牌交易；公開上市前的原有股東持有的股份則稱爲非流通股，不能在證券交易所掛牌交易，只能協定轉讓，非流通股還可分爲國有股、國有法人股和一般法人股等多個具體種類，遵循不同的交易規則。股權分置是內地改革中普遍的「雙軌制」創舉，可以說是漸進性改革所必然承擔的成本和難以避免的後果，是當時歷史的現實選擇，但無法迴避的是，歷史包袱愈重，到了一定程度就將無法解決，或者說，解決的成本遠遠超出了能夠承受的範圍。因爲股權的平等性、可分割性和可交易性是構成證券交易的基本元素，股權分置則是對這些基本元素的根本否定，也就實質上否定了股權的基本功能。或者說，喪失了平等性和可交易性的股權已經異化，無法實現股權所負擔的基本社會功用，而以這種被異化了的股權爲基礎的證券資本市場，則無論如何發展都只能是南轅北轍、制度的改良都注定只能適得其反。

對於這一根本性制度缺陷的解決，還需要制定這一規則的政府部門



肯面對內地證券市場的問題，是正確解決問題的第一步。

的創造性工作，但股權分置已成爲一個很少人敢督治的頑疾，尤其是國有股的流通問題，涉及到內地根本性的社會制度（公有制，很少具體官員或政府部門敢於承擔這個責任；緣於十餘年的陋習積重難返，這症狀也很少人想治，政府官員根據自己的效益最大化原則，當然是做任期內可以體現出政績的工作，而不是承擔這樣的歷史責任。雖然「國有股減持」、「私有化」、「國退民進」和「私有產權」等概念不斷在實現，但推行速度仍是十分緩慢。從現實的角度講，也許還需要時間，待問題造成更大的傷害，才能最終訴求最高的領導權威從根本上解決問題。

與低迷的大市「相得益彰」，近一年內地證券公司的問題得到了集中爆發，一批問題公司被清理、託管，成爲這一輪證券市場危機的焦點。這些公司暴露的問題高度雷同：不是吸收客戶資金、委託理財，而最終投資損失慘重；本金虧蝕嚴重；就是非法挪用客戶保證金，挾資金操縱股，冀牟取暴利，而事與願違。

解決問題成本難量化

這一輪危機中，大、中、小型證券商無一幸免；作爲最早的三家全國性證券公司中的兩家，南方證券已經被行政託管，華夏證券也問題不斷，難逃被併購的命運；作爲民營券商的代表，閩發證券和德恒證券也在大股東的牽連下，被行政託管，最終的清算在所難免；另有地方政府控制的券商如漢唐證券等在這一輪危機中也泥沼深陷，無力自拔。

外在問題的雷同無法掩飾不同類型證券公司內部治理問題的巨大差異：全國性國有證券公司因所有者缺位，內部控制人個人謀取私利、任意操作、同顧操守；在民營券商則是大股東肆無忌憚、毫無障礙地挪用資金以供驅使，證券公司淪爲大股東的提款機；地方國有券商則儼然是地方的第二財政，地方政府如同民營券商的大股東，不斷榨取控制性收益，而依仗地方保護能力，更加無視法紀，肆意妄爲。

對於內地證券資本市場未來的發展，筆者並不是簡單地主張推倒重來，而是希望政府拿出壯士斷臂的勇氣，正確認識問題的根本所在，積極應對，以大智慧大成本來徹底解決產權改革和股權分置問題，落實「以人爲本」的國家執政方針和政策，而不能再拖延問題的解決，喪失最後的歷史機遇。

至於最終需要付出的成本，一個可模擬的案例是內地對於國有銀行系統的改革：對於四大國有銀行的改革，內地政府付出的成本就先有四千億元人民幣特殊國債，後有四百五十億美元的注資（僅兩個銀行），另有四國有資產管理收購不良資產預計的上萬億損失，總計至少兩萬多億元人民幣。未來證券市場各方負擔的成本也不會少於這個數字，而由於利益格局的複雜，加上各方博弈過程和成本，未來問題的解決需時將更長，成本會更高。

不過，至少面對問題就走出了正確解決問題的第一步。

何順文 浸會大學工商管理學院院長兼教授
李元莎 浸會大學工商管理學院博士研究生