

谈我国证券市场的 功能转换与投资者利益保护

杨建平 李晓莉

(重庆工贸职业技术学院 重庆 408000)

【摘要】 股权分置作为我国资本市场的一项历史遗留基础制度缺失,影响着我国证券市场功能的发挥。股权分置改革促进了我国证券市场功能的完善,从分类表决机制的确立到《证券投资者保护基金管理办法》的颁布是投资者利益保护方面制度建设的一大跨越。

【关键词】 股权分置改革 证券市场功能 投资者利益 分类表决机制

自2005年4月底拉开股权分置改革试点序幕以来,沪深两市上市公司中仅剩少数未进行改革或进入改革程序。股权分置这一影响我国资本市场健康发展的制度性障碍正在消失。股权分置改革之所以能够成为一场影响深远的制度性变革,是因为一方面其将从根本上实现我国证券市场功能的转换,另一方面通过股权分置改革实践可以形成一种新的投资者关系管理模式,从而有效保护中小投资者的利益。

一、股权分置改革实现我国证券市场功能的转换

股权分置作为我国资本市场的一项历史遗留基础制度缺失,长期以来扭曲着证券市场的定价机制,影响着我国证券市场功能的发挥。股权分置改革作为资本市场的重大制度性变革,其目的在于消除影响资本市场功能发挥的制度性障碍,推动资本市场运行机制的转换。证监会等五部门联合发布的《关于上市公司股权分置改革的指导意见》明确要求将股权分置改革与资本市场功能的全面发挥统筹考虑,通过股权分置改革促进资本市场的良性循环和健康发展。

1. 股权分置影响了我国证券市场功能的发挥。股权分置使我国证券市场的功能出现残缺,主要表现在:第一,我国股市已成为企业筹资的重要渠道,但相当部分企业把股市当成“圈钱”的场所,阻碍着股市的进一步发展。第二,股权分置导致的股权流动性差异和体制方面因素的制约,使股市优化资源配置的功能受到限制。第三,已建立现代企业制度的上市公司是股市规范发展的基础和条件,而我国是在国有企业并未从根本上建立现代企业制度的前提下设立证券市场并将其作为国有企业解困的筹资场所的,这种有失偏颇的功能定位影响了股市转制功能的发挥。

股权分置状态所造成的证券市场功能残缺对我国上市公司治理结构产生了相当大的负面影响。其一,市场信息有效性差和投机性强导致股价偏离公司业绩,使证券市场的价格发现功能失灵,进而使其丧失了对经营者的评价和激励约束作用。其二,上市公司股权结构不合理,非流通股的存在使证券市场的收购兼并功能失灵。其三,市场退出机制的缺位,使证券市场的约束功能失灵。其四,机构投资者的消极行为,使其

在促进公司治理中的积极功能失灵。股权分置改革的目的在于从根本上解决制约股市发展的制度问题,创造证券市场长期健康发展的基础条件,恢复证券市场的固有功能,并在此基础上增强投资者的信心。

2. 股权分置改革完善了我国证券市场的功能定位。由于历史原因,我国证券市场自诞生以来就担负着为国有企业解困的使命,将其功能从一开始就定位为融资,这不仅造成证券市场发展目标的多元化和发展方向不清,而且也带来了政策取向的矛盾性。通过股权分置改革所进行的制度创新,最根本的就是要把以往的将融资功能摆在首位改变为将投资功能及实现全社会资金的有效配置功能摆在首位。随着股权分置改革的顺利进行,我国证券市场必将结束股权分置时代。进入后股权分置时代后,我国证券市场应具有融通资金、配置资源、投资、资本定价、宏观调控等多种功能。

证券直接融资更有利于资金的供需双方明确债权债务关系,并且给不同需求的市场主体提供了多种可选择的投融资工具。尽管通过股权分置改革所进行的制度创新是要把投资功能及实现全社会资金的有效配置功能摆在首位,但不可否认,证券市场本身就是一个为上市公司融资的场所。从这个角度考虑,直接融资功能是证券市场的基本功能。

证券市场的资源配置功能主要是对资金进行有效配置,发挥资金导向的作用。步入后股权分置时代后,作为经济结构调整和资源配置重要手段的并购重组活动将发挥更突出的作用。非流通股的流通,必然引起大规模的并购,实现资源配置的优化。

证券市场应该成为一个便捷、高效、可靠的投资场所,向投资者提供一条将储蓄转化为投资的有效途径。只有具备投资功能,证券市场的融资功能、改制功能才能得以发挥,才会有投资者参与到证券市场进行投资活动。只有投机而无投资的证券市场是不可能健康发展的,证券市场必须既是一个融资的市场,更是一个投资的市场,投资功能是一个成熟证券市场的基本功能。

一个完整的市场经济体系离不开资本市场。证券市场作

为最重要的要素市场,其最重要的功能是优化资源配置。我国的证券市场应当是功能完善、制度健全、符合国际惯例并与国际资本市场接轨、有利于境内外各类投资主体广泛参与的机制灵活的证券市场。股权分置改革将弥补我国证券市场的体制性缺陷,证券市场的功能将得以更充分的发挥。

二、股权分置改革促进投资者利益保护的加强

保护中小投资者的合法权益是证券市场监管的核心,也是证券市场健康运行的基础。从分类表决机制的确立到《证券投资者保护基金管理办法》的颁布,都体现了政府对中小投资者利益保护政策的落实,也是投资者利益保护方面制度建设的一大跨越,将有力促进上市公司投资者关系管理模式的更新,从而使中小投资者利益切实得到保护。

1. 分类表决机制赋予社会公众股东“用手投票”的权力。证监会于2005年4月发布的《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》中明确指出:临时股东大会就董事会提交的股权分置改革方案做出决议,必须经参加表决的股东所持表决权的三分之二通过,并经参加表决的流通股股东所持表决权的三分之二通过。即要求实施股权分置改革的上市公司的改革方案必须通过分类表决的方式得到流通股股东的认可。

确立分类表决机制切实保护了中小投资者的利益,有利于增强投资者的信心,也是我国证券市场结构性改革的重要开端。在股权分置下,控股股东有可能通过对股东大会的合法控制而做出不利于其他股东的决议。分类表决机制让社会公众投资者真正有了参与公司决策的权力,有助于形成投资者对公司经营层的有效制约,将提高上市公司的治理水平。在分类表决机制框架下,上市公司会更审慎地运用资本,市场资源可以得到更合理的使用,资本市场也将真正发挥其优化资源配置的功能。

推广分类表决制度,实际上限制了非流通股股东在相关问题上的最终话语权,让社会公众股东拥有了前所未有的话语权,从而形成抑制滥用上市公司控制权的制约机制,也为公司治理提供了一种有效的利益制衡机制。实施分类表决制度,标志着我国股市的制度建设向前迈出了一大步。作为过渡性制度安排,分类表决机制赋予社会公众股东“用手投票”的权力。这一制度将股权分置改革方案的最终决定权赋予了流通股股东,有利于在改革中保护社会公众投资者的利益,成为维护社会公众投资者合法权益的一项重大举措。

2. 《证券投资者保护基金管理办法》为投资者提供安全保障。证券公司作为证券市场最重要的中介机构,其规范发展直接关系到资本市场改革开放和稳定发展的大局。十几年来,证券公司对证券市场的培育和发展发挥了十分重要的作用,但也产生了若干问题。为了切实保护投资者利益,证监会、财政部等部门于2005年6月联合发布了《证券投资者保护基金管理办法》,其目的是建立防范和处置证券公司风险的长效机制,维护经济秩序和社会公共利益,保护证券投资者的合法权益,促进证券市场有序、健康发展。

投资者保护基金是保护证券投资者的有力武器之一,也

是投资者保护体系的重要组成部分,其意义主要体现在:第一,可以在证券公司出现关闭、破产等重大风险时依据国家政策规范地保护投资者权益,通过简捷的渠道快速地对投资者特别是中小投资者予以保护。第二,有助于稳定和增强投资者对我国金融体系的信心,有助于防止证券公司个案风险的传递和扩散。第三,是对现有的国家行政监管部门、证券业协会和证券交易所等行业自律组织、市场中介机构等组成的全方位、多层次监管体系的一个重要补充,将在监测证券公司风险、推动证券公司积极稳妥地解决股权分置遗留问题和处置证券公司风险方面发挥重要作用。第四,有助于我国建立在国际成熟市场上通行的证券投资者保护机制。

作为综合治理证券公司的配套措施之一,国家启动了设立证券投资者保护基金的工作。这不仅是建立证券公司风险处置长效机制的主要措施,也是落实《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》的重要举措,是在总结证券市场监管经验基础上完善金融监管体系的积极探索。证券投资者保护基金的设立,是监管制度的创新,是投资者保护制度的完善,是我国证券法律制度保护投资者尤其是中小投资者合法权益这一基本原则的具体体现。

3. 保护中小投资者利益任重道远。分类表决机制是目前保护社会公众股东权益的一种比较理想的方案,有其存在的合理性和必要性,也是我国证券市场制度上的重要创新,但这一制度对中小投资者的保护作用还是存在一定的限度。分析发现,在流通股股东结构中,由于机构投资者的资金规模远大于个人投资者,在缺乏预期收益的情况下,中小投资者参与投票的动力不足,即使部分中小投资者参与了投票,也不会对投票结果产生影响。所以,在实施分类表决制度过程中,如何完善其运行机制,确保包括中小投资者在内的所有流通股股东的利益得到切实的保护,是摆在管理者面前的一项艰巨任务。证券投资者保护基金虽然为投资者撑起了一把保护伞,但同时应看到,投资者保护基金目前只承担券商挪用客户保证金导致的投资者损失,上市公司违规导致的投资者损失以及投资者的投资亏损不属于证券投资者保护基金的补偿范围,这是投资者尤其要注意的。

为了切实保护投资者的合法权益,增强投资者的信心,还必须建立一套中小投资者的安全保护体系。首先,通过建立更加安全的客户资产存管制度,使投资者保护体系的基础得以夯实。其次,不断改进和完善证券市场交易制度,规范证券公司的经营行为,最大限度地防止发生侵害投资者利益的违法违规行。再次,对高风险证券公司要进行果断处置,完善证券公司退出过程中的证券投资者资产保护政策,建立和完善证券公司风险处置的长效机制,实现证券公司风险处置的制度化、规范化。

主要参考文献

1. 张旭东,毛晓梅.中国股市的重要转折点.证券时报,2005-05-16
2. 尚福林.认真学习贯彻三中全会精神 积极推进资本市场改革开放和稳定发展.证券时报,2003-11-10