

谈我国资本市场的监管

——一个法律经济学的视角

孙天全

(北京理工大学 人文社会科学学院, 北京 100081)

摘要:我国资本市场的发展关系到国有企业乃至整个国民经济发展。对资本市场进行有效的监管是提高资本运作的规范性和效率的必要和必然。文章运用法律经济学的观点从以下几方面进行了探讨:一是政府的监管应体现为制度化的规范;二是信息不对称使政府监管成为必然;三是立法上实现外部成本的内化,促进资本的最大效率利用;四是资本市场主体的行为最终要靠人的自我选择。

关键词: 资本市场;监管;效率

中图分类号: D922.29

文献标识码: A

文章编号: 1009-3370(2008)03-0011-04

我国资本市场的发展仅有十几年,已取得了巨大进展,对推进国有企业改革和发展起到了至关重要的作用。现在国有企业上市公司已过千家,资本市场成为公司资本运营的场所。一个国家经济的发展需要一个有效率的资本市场,使资本资源能够得到有效的利用。资本市场的规范和回报会激励上市公司从整体上为股东谋求收益。同时,有责任感的公司也能够吸引更多的资金到资本市场,从而带来更大的经济增长。对于投资者来说,投资的标准是公司的质量和市场的质量。投资者需要在准备投资前对市场树立信心。而投资者的信心是建立在明晰和透明的监管制度和高素质的市场之上的。

政府监管和自律发展是资本市场发展的两根羽翼。公司法与证券法的规范既有体现国家意志的强制性规范,又有体现私人意志的任意性规范。市场失灵的可能性决定了政府对资本市场进行监管的必要性。

资本市场对于中国的经济体制改革意义重大,但是目前中国的证券市场情况令人堪忧。资本市场具备自我调解的能力,可以在一定程度上自我发展自我完善,但是政府适当地监管也是非常必要的。通过行政手段救市、托市、造市都是短期行为,是不能从根本上解决问题的。当前应当对公司和资本市场中能够进行自我调节的领域采用“无为而治”,而针对少数破坏资本市场秩序者采取强制性规制,把利益机制和淘汰机制相结合,对市场主体进行筛选。

法律经济学是运用经济学的方法和理论研究法律问题的边缘学科。本文拟从法律经济学的视角对资本市场监管的几个问题做一简要分析。

一、政府的监管应体现为制度化的规范

法律制度是社会制度的重要组成部分,在协调个人行为方面发挥着关键作用,是导引人际交往和社会发展的“软件”。现代社会是一个复杂的不断演化的系统,从总体上说,它依赖于各种规则来满足人类各个层次的需要。所有人际交往都需要一定程度的可预见性。规则限制着人们可能采取的机会主义行为。在这里,机会主义描述的是人们追求最大化满足的短期行为。它不顾及这类行为对他人的影响,也不顾及一个共同体内公认的行为规范。这种行为具有离心性,从而有害于长期后果,它使人们的行为在长期内变得难以预见。例如,靠偷窃、赖账来满足一个人的欲望。“我用机会主义表示靠诡计谋求私利的行为。它包括,但绝不仅限于,说谎、偷窃和欺诈。”(Williamson, 1985, 第 47 页)^[17]。因此当人们受规则约束时,个人的行动就比较可预见。这种规则我们称之为制度。在过去的 20 年里,制度的重要性获得了普遍的认同。制度保护个人的自由领域,帮助人们避免或缓和冲突,规范人际交往。“制度是一个社会中的一些游戏规则;或者,更正式地说,制度是人类设计出来调节人类相互关系的一些约束条件。”^[2]……“制度是一系列被制定出来的规则、守法程序和行为的道德伦理规范,它旨在约束追求主体福利或效用最大化利益的个人行为。”^[3]我国经济学家林毅夫先生认为,“从最一般的意义上讲,制度可以被理解为社会中个人遵循的一套行为规则。”^[4]制度是调节社会关系的规则体系,包括法律、道德、习惯等领域的一系列规则。因此,制度包括内发地产生于社会自身

收稿日期: 2008-04-08

作者简介: 孙天全(1973—),女,讲师,法学博士,研究方向为民商法。Email: sun_tq@sohu.com

因而有效的规则,以及通过外在力量生效的规则。法律是制度的一个组成部分,法律对制度的变迁和创新起着一定的制约作用。制度对于整个社会的价值也可以说明法律制度对于社会关系调整的价值,应用制度经济学理论可以说明法律制度的设计对于规范和指引社会生活的意义。“不管什么时候,现存法律(普通法和成文法)限制着制度安排的演变范围。尽管法是可以变化的,但至少在短期里,它制约了安排的选择。”^[6]

制度经济学认为,人们确立双向的关系并需要各种持续的群体结合。每一种与他人的联系都给我们一种归属感,但同时也将一种制度约束加于我们。社会联系有助于控制我们自私的、返祖的、机会主义的个人本能。制度在限制受本能驱使的机会主义上占有中心地位^[7],可以约束人们的机会主义行为。人们都有利己的本能,为了降低监督成本,必须靠制度来约束人们的机会主义行为。人们出于种种原因可能会为了他人的利益而努力,但是利己心仍然是支配人类行为的主要思想意识。人们可能为了获得利益而不惜损害他人。“但是经验证明,偷窃(和其他机会主义行为)会导致代价高昂的冲突,并且是浪费的。因为与人们的真诚合作相比,一个窃贼社会只能达到较低的满足水平。”^[8]因此,我们要依靠制度的约束来使人们摆脱各种违背共同体价值观的行为。

法律制度和其他一切制度一样,在法律生活领域发挥着规范人们行为,满足人们的生理需要及尊严需要,使社会系统正常并高效运行的重要作用。法律制度可以增加行为的可预见性,提高交易的效率。

在国有企业改制上市和发展中,资本市场可以在融资、重组和促进企业转换机制等方面发挥着积极作用,但由于认识上的偏差、体制上的欠缺和操作上的不当,有些上市公司滥用资本市场,伤害了股东权益。资本市场开发之后,一方面,由于政府轻监管重审批,实行额度控制和行政审批,使行政权力扭曲了市场机制。另一方面,国有企业表现出对融资的需求。而对于企业来说,股票上市融资与到银行借贷的不同是,没有了还本付息的压力;与争取国家投资相比,又没有了国家主管部门的层层审批、考核与验收。只要经过一年左右的准备和“包装”,就可以到资本市场一举获得几亿、十几亿、甚至几十亿人民币或美元,何乐而不为?所以,大多数企业竞相要求上市融资。资本市场的融资功能被扭曲为圈钱和解困。目前急需解决的问题之一就是国有企业改制上市后如何正确运用资本市场的作用。在这个问题上,法律制度是最根本的约束机制。

公司法和证券法应对资本市场中已经出现的和

可能出现的各种问题做出细致的规定。不但要规定资本市场应该坚持的基本原则,也要规定资本市场运作的具体规范,以增强法的可操作性。而且,法律规范要随着资本市场的发展而不断完善,这种及时性体现了市场经济效率的要求。只有这样,公司法和证券法才能发挥预测资本市场主体的行为并防范违法行为的功能。

具体来说,在理论上,公司资本制度的概念应该予以拓展。公司资本制度是围绕公司资本及其运营所形成的一系列概念、规范和原则。它是法学和经济学共同研究的领域,是公司法和证券法的重要组成部分。公司的资本制度是有效率的资本市场的根本保障。

二、信息不对称使政府监管成为必然

信息是资本市场运作的基本条件和要素。缺乏信息无法参与资本市场的运营。缺乏信息不是理所当然地获得法律救济,因为资本市场本身包含着潜在的风险,而市场主体已经默认这一风险可能带来的利益损失。政府没有义务也不可能提供所有交易的所有信息。但是在某些情况下,由上市公司向投资者披露必要的信息是有效率的。因为每个投资者获得信息的成本加在一起,远远超过了上市公司披露这一信息需要支付的成本。

那么政府监管何时能够成为必然呢?也就是说资本市场上何时需要强制披露信息呢?首先,当公司的行为影响到不特定多数人的利益时,出于节省交易费用的考虑,而且出于维护交易秩序和交易公平的考虑,政府需要对公司的行为进行监管。例如在我国虽然规定了证券市场的信息披露制度,但有的企业急于融得资金,上市时不惜制作虚假的招股书,有的公司信息披露只是敷衍了事,并不是为了对股东负责和接受监督,结果出现了不应该的亏损,损害到广大股东的利益,严重挫伤了股民的投资热情。这些问题不仅体现了资本市场主体的守法水平,也反映了我国相应立法的不完善。其次,从信息的类型来看,信息必须是投资者所不知悉的;或者信息被少数人控制、垄断,并被利用作为获取不当利益的手段。这种情况下的市场交易是不公平的。公司法和证券法的规制目标是充分实现信息披露制度的功能,真正使投资者在获得必要信息的基础上做出理性选择,促进资本市场的健康有序发展。

三、立法上实现外部成本的内化,促进资本的最大效率利用

资本市场中存在着外部性问题。公司法和证券

法的任务就是要实现对外部性成本的内化。

在微观经济学中,把某个生产者或消费者的行为会影响到其他生产者或消费者的利益这种现象称为外部性问题。所谓外部性是指一人或多人的自愿行为在未经第三方同意的情况下强加于或给予他们的成本或收益^[6]。美国加州大学洛杉矶分校的哈罗德·德姆赛茨教授认为,与社会相互依赖性有关的成本和收益都是潜在的外部性(Externality)。外部性包括外部成本、外部收益等各种外部性。但不管哪种损益结果,放到整个社会的范围来看,就都不是外部性了。因为个人的决策会相互作用,导致一个人在某一事件中受益而在另外一事件中受损,那么从整个社会的范围来看,就是有人受益、有人受损。外部性存在的根源在于:由于成本过高,人们根本不想了解自己的决策与这种损益后果的关系,所以正是这种成本的存在,使得损益后果转化为外部性^[7]。

首先,从作为市场主体的公司的内部来说,公司股东与公司管理层实现了所有权和经营权的分离,公司管理层做出的决策可能会使管理者个人受益,却给公司股东或者债权人带来损失。对于管理者来说,这种收益的成本不需要他来支付,而是转嫁给了别人——公司股东或者债权人,因此他的行为产生了外部性。这一问题在国有企业运营中也有体现。行使国有股权的人是国家授权投资机构或者国家授权部门,这一机构或者部门究竟在多大程度上代表广大的所有者来行使权利值得质疑。

在这种情况下,公司股东和公司的管理者会考虑通过协商,达成一个合理使用公司财产并实现公司资产良性运营的协议。但是由于每个人都是自身利益的最大化者,通过协商能解决的问题很有限,这也是内部人控制问题在公司法实践中比较突出的原因。将经营管理者的利益和公司利益挂钩是一种解决问题的办法,例如,使公司的经营管理者成为公司的股东,或采取企业家的报酬与股价相联系的方法,据此激励和制约企业家。这在一定程度上把收益和成本集中在一个人身上,实现外部成本的内化,因而激励经营管理者考虑现实的以及长远的利益,更有效率地利用公司资产。同时,证券市场为企业提供了有效的管理机制,它可以通过股价的变动显示出对企业最高管理层决策的市场评估。在出资者与企业家存在信息不对称的情况下,所有者可借助股票市场的股价机制来筛选和监控企业家。股价的相关性与客观性,反映了市场对公司潜力(未来收益能力)的评价,可以用于抑制企业家违反出资者利益的经营行为,节约出资者的信息成本。

其次,从公司与公司之间的交易行为来看,外部

性问题随处可见。例如,公司的关联交易行为给交易双方带来收益而给他人制造了成本,或者公司之间约定通过购并或影响股价的行为从资本市场获利,这种行为也给资本市场的非特定主体增加了成本。从公司之间的行为来看,如果交易产生外部性问题,受损害的市场主体就希望通过协议的方式使自身的成本得到补偿。而在这种情况下,过高的交易成本使人们往往无法达成最佳行为的协议,而只能依靠公司法以及相应法律的强制性规制。即通过规定获利者对受损者的利益补偿来实现外部成本的内化。这种补偿数额的计算是立法的难题,但是相对于市场主体之间协商的巨大交易成本来说,用确定的立法来规制显然是更有效益的。

为了降低交易成本,法律制度应激励市场主体将外部性成本内化,从而实现效益的最大化。在资本市场的主体方面,不仅要求权利的主体明确,而且要求权利行使的主体明确。在行为方面,虽然有一些交易并非法律强行禁止的范畴,但应进一步区分明确的区域,即需要补偿利益损失的和不需补偿的,通过利益补偿实现外部成本的内化,督促行为人提高行为的效率。

四、从微观角度看,资本市场主体的行为最终要靠人的自我选择

按照经济学的观点,经济人是自我利益的最大化者。经济人对个体行为的选择最终建立在对自身利益进行衡量的基础上。每个资本市场的主体都期待着在资本市场中融资,实现企业资本的良性运营,也就是说企业期待从资本市场的运营中获利。如果资本市场运作不规范,使市场主体丧失了对利益的合理预期,则可能导致市场主体选择相对规范的市场,以获得相对稳定的利益。以国内证券市场的现状,优秀的大型企业都不愿意在国内市场上市,除了市场容量比较小,归根结底是因为境内证券市场不完善,市场化程度低。从1993年青岛啤酒(0168, HK)在香港上市开始,大批国企大盘股选择在海外资本市场上市。尽管海外市场上市的成本很高,最初的折价率曾经高达65%。

政府对资本市场的法律规制最终要落实到利益引导机制。这里的利益主要是指采取某种行为可以从法律规范中直接预期到的利益,即利益的获得;同时也包括违反法律规范者需要承担特定的法律责任,即利益的负担。

如果法律脱离了利益而强行规制,资本市场可能会出现短期的或者仅仅是表面的秩序,市场主体为了应对这种规制而采取了迂回、规避措施,或者禁

不住利益的诱惑而选择了违法行为,甚至放弃部分市场。如果政府监管措施和市场主体的利益挂钩,则市场主体选择合法行为的可能性大大增加。

以公司资本结构中的公司债为例。公司的资本结构是公司拥有或控制的资本类型不同,各种资本的构成及其比例关系,具体说就是公司借入资本和自有资本的比例。公司运营要实现资本结构的最优,即最大限度地增加股东财富,使公司加权平均资本成本达到最低,并保持资本的流动性。资本结构平衡理论(Jensen and Meckling, 1976; Warner, 1977; Myers, 1977)引入风险因素来研究资本结构问题。该理论认为,一方面企业负债率增加会令企业价值增加,另一方面也会引起企业破产风险的加大,从而使企业价值降低,当两者引起的变动额相等时,企业的价值达到最大,企业的资本结构达到最优^⑧。

企业主要有普通股、优先股、公司债等融资方式,它们的融资成本是不同的,一方面,由于公司债的利息支出属于企业费用,可以在税前扣除,因此融资成本比较低。企业能够以较低的融资成本筹措企业发展资金,不仅能使企业扩大投资选择,而且能够

增加企业赢利,增加公司股票价格,使企业总体财富增加。另一方面,公司债的增多,增加了企业利息支出的负担,减少了企业的营运资金,影响企业投资活动,限制企业的发展,严重的甚至会导致企业破产。我国为扩大内需、刺激投资,近年来把银行贷款利率连续下调,已经到了很低的水平。这正是公司通过贷款来增加公司资金拥有量、扩大投资规模,从而改善资本结构的最好时机。这体现了国家对资本市场的一种利益调节机制。

再者,政府承担着推动企业重组的义务。资本市场就是产权组合市场,上市公司资产保持流动才能有活力。国家要通过完善资本市场来推动企业的重组。国家减持国有股实现了对企业产权结构的调整;优势企业可以通过融资增加投入,各种企业可以通过资本市场进行企业间的购并、拆分。这些措施都应从辅之以一定的激励机制。

政府对资本市场的监管是必要的和必然的。而且这种监管体制必将随着资本市场自身的发展而不断完善。

参考文献:

- [1] 柯武刚,史漫飞. 制度经济学[M]. 韩朝华,译. 北京:商务印书馆,2000.
- [2] 道格拉斯·诺思. 制度、制度变迁与经济绩效[M]. 上海:上海三联书店,1994:3.
- [3] 道格拉斯·诺思. 经济史中的结构与变迁[M]. 上海:上海三联书店,上海人民出版社,1994:225-226.
- [4] 林毅夫. 关于制度变迁的经济学理论:诱致性变迁与强制性变迁[C]. 科斯,阿尔钦,诺思. 财产权利与制度变迁——产权学派与新制度学派译文集. 上海:上海三联书店,上海人民出版社,1994:375.
- [5] L·戴维斯, D·诺思. 制度创新的理论:描述、类推与说明[C]. 科斯,阿尔钦,诺思. 财产权利与制度变迁——产权学派与新制度学派译文集. 上海:上海三联书店,上海人民出版社,1994:303.
- [6] 罗伯特·考特,托马斯·尤伦. 法和经济学[M]. 张军,译. 上海:上海三联书店,上海人民出版社,1994:231.
- [7] 哈罗德·德姆赛茨. 所有权、控制与企业[M]. 北京:经济科学出版社,1999:129.
- [8] 高程德. 现代公司理论[M]. 北京:北京大学出版社,2000:98.

On the Supervision of Capital Market in China from the Perspective of Legal Economics

SUN Tian-quan

(School of Humanities and Social Sciences, Beijing Institute of Technology, Beijing 100081)

Abstract: China's capital market is crucial for the development of state-owned enterprises and the national economy as a whole. Thus to standardize and increase the efficiency of capital operation, it is necessary to carry out effective supervision on the capital market. This paper probes into the issue from the angle of the economic analysis of law and draws the following conclusions. Firstly, the government's supervision should be embodied by institutional norms. Secondly, asymmetric information calls for the government supervision. Thirdly, the external costs should be internalized in legislation to promote the efficiency of capital utilization. Fourthly, the main bodies' behavior in capital market ultimately depends on their own choices.

Key words: capital market; supervision; efficiency

[责任编辑:孟青]