

聚焦·上市公司治理

三路径治理上市公司和中介机构



提升上市公司质量的主要途径是完善公司治理,从形式规范转向功能完善,从被动治理转向公司自治,中介机构的规范发展亦需从完善自身的公司治理入手

——鲁桐

中国社科院公司治理研究中心主任

鲁桐 党印

新年伊始,证监会主席郭树清在全国证券期货监管工作会议上指出,2013年要不断促进上市公司质量提升,引导各类中介机构规范发展。这两项工作均涉及到资本市场的微观基础,是资本市场发展的重要方面。笔者认为,提升上市公司质量的主要途径是完善公司治理,从形式规范转向功能完善,从被动治理转向公司自治,中介机构的规范发展亦需从完善自身的公司治理入手。虽然近年来上市公司的治理水平得到提高,各类中介机构发展迅速,但是仍有大量待完善的地方。

上市公司治理水平逐年提高但仍需完善

按照国内外公司治理评价的通行做法,我们分别构建了具有针对性的公司治理评价体系,连续几年考察中国市值最大的100家上市公司的治理水平,市值最大的300家公司的投资者保护水平,及中小板和创业板公司的治理水平。

第一,作为资本市场的代表性群体,中国市值最大的100家公司的治理状况有喜有忧。从2006年至2012年,治理评价的数据显示,该群体公司的平均治理水平除了在2008年金融危机后出现下降外,在其他年份均逐年提升,其中2012年的评价得分最高,平均值为65.9,远高于2008年的52.8。在此期间,中国上市公司经历了多方面改革,监管层面每年颁布实施大量新规新举措,以股权分置改革为标志,中国上市公司的治理结构从股东层面得到了规范,为整

个市场的发展奠定了比较坚实的微观基础。

但是,我们也应看到,中国100强上市公司在治理水平上存在明显的两极分化现象。2006年至2012年公司治理评价最高分和最低分的差距依次为21.30、40.364、43.8、41.5和40.3。这种治理水平的参差不齐表明上市公司在完善公司治理上存在意愿与现实的差别。

第二,中国上市公司300强的投资者保护水平总体欠佳。中国市值最大的300家上市公司投资者保护评价数据显示,2007年至2010年的平均分依次为44.6、54.3、51.9、50.5,表明总体上投资者权益保护尚未得到普遍重视,在实践中有较大的提升空间。另外,在每一年中,最高分和最低分的差距较大,反映出公司层面投资者保护存在显著差异。再者,指数的各部分差异明显。知情权得分最高,四年均在60分以上,表明上市公司的信息披露工作取得了实质性进步;参与权得分最低,表明中小股东仍停留在公司的决策程序之外,只是资本的提供者,没有真正参与到公司的有关事务中。

第三,中小上市公司的治理状况并未优于以100强和300强为代表的大公司。2012年中小板和创业板公司治理评价数据显示,剔除上市时间不足一年的公司后,684家公司治理评价的平均分为56.4,说明中小上市公司的总体治理情况还不是很理想。在公司间的差异上,前100名的平均分为72.4,后100名的平均分为41分,这种差异表明中小上市公司治理的差距非常明显。另外,中小板2009年和2010年上市的公司,比之前上市的公司拥有更高的治理得分,这与2008年金融危机后监管部门提高发

行审核和监管要求有关;创业板公司的治理水平高于中小板公司,这与创业板设立更晚,对其公司治理要求更严格有关。

中介机构发展迅速但良莠不齐

上市公司是资本市场的微观基础,中介机构是资本市场各主体的联系纽带。上市公司的发展离不开中介机构的规范。资本市场发展20余年来,伴随着上市公司群体的壮大,各类中介机构也获得了快速发展。大量的中介机构为上市公司的发展提供了各方面保障,促进了上市公司群体的不断成长。

与此同时,我们也注意到,一直以来资本市场改革更多聚焦于上市公司,对中介机构的关注略有不足。沪深上市公司治理的改革已取得了重大进展,公司层面和国家层面均进行了诸多制度和法律建设,基本的宏观治理体系已基本形成。但是中介机构的不规范已成为上市公司进一步发展的桎梏,诸如内幕交易、财务欺诈、市场操纵等现象均与中介机构有关系。少数中介机构为图短期之利,置行业规定于不顾,与上市公司合谋,共同应对监管部门和个体投资者,对市场秩序造成了诸多不良影响。

上市公司和中介机构规范化运营的三点思路

为建立一个更强大、更成熟的资本市场,需要将完善上市公司治理与完善中介机构治理相结合。

第一,上市公司治理应从“形式规范”过渡到“功能完善”。目前大多数中国上市公司已建立了比较全面的公司治理结构和治理机制,各公司均按证监会或交易所的要求设立了相应的规章制度。但在公司的实际运营中,一些规章制度往往被束之高阁,仅是为了满足监管部门的要求而制定。当遇到问题时,公司通常会采用各种变通方式予以解决,那些规章制度并未发挥应有的功能。公司治理的进一步完善需强调规章制度的执行,促使既有的规范形式发挥预设的功能。

第二,上市公司治理应从“被动治理”过渡到“公司自治”。国内外大量研究已证实,良好的公司治理可以提升公司绩效。但是一些中国上市公司并未完

全认识到主动完善公司治理的好处,外在在压力较小的情况下,很少会主动尝试较严格的治理规范。出现这种情况一方面与上市公司的不成熟有关,亦与监管层面的监管理念有关。根据国际公司治理监管经验,上市公司治理的监管应实行“服从或解释”规则。具体而言,发行人受三类规定约束:一是所有发行人都必须遵守的强制性公司治理标准;二是发行人可灵活决定是否遵守的规定条文,如果发行人决定不遵守,则必须

一家之言

优化上市公司行业结构 减缓经济转型“阵痛”

上市公司行业分布的改善和优化能够顺应当前和未来实体经济发展的长期要求

李剑峰

自去年以来,管理层已经为中国证券市场的未来发展指明了方向,即要顺应实体经济的发展需求,置身于当前经济结构转型的大环境中,中国证券市场的发展就是要顺应经济结构转型的要求。

中国经济正在经历结构转型,过去建立在人口红利基础上的“投资+出口”的增长模式难以维系,将被以内需为主导的经济发展模式取而代之。笔者预计,中国经济结构转型过程的重要特征将是,高耗能、高污染的重工业的衰落和轻工业景气度的提升,以及房地产行业在国民经济中重要程度的下降和战略性新兴产业的崛起。因此,证券市场是否能够顺应实体经济的发展要求,主要在于能否体现出经济结构转型过程的上述特征,而其中的关键因素在于上市公司的行业分布能否体现经济结构转型过程的变化。

上市公司的行业分布情况既能够反映监管层在引导企业上市方面的政策导向,也能够反映证券市场与实体经济的关联情况。回顾中国证券市场二十多年的发展历史,从分行业的市值分布情况看,证券市场的确实反映了中国经济的历史发展脉络,也的确是实体经济紧密联系的。

1993年,A股市场中房地产行业的市值占比高达23%,随后的七年中,这一比重虽然下降至8%左右,但房地产

解释原因;三是建议发行人遵循的最佳实践做法,如果发行人决定不遵循,对此无需解释。这种“服务或解释”的规则给予了上市公司更多的自主选择权,有益于推动公司治理从“被动治理”转向“公司自治”,使上市公司规范运作逐步从外部压力转变为内在需要。

第三,中介机构继续发展需从完善自身的公司治理入手。从股权结构上看,不少中介机构与很多国有企业一样,政府是主要股东之一,产权关系和

责任权利并不明确,在很大程度上也存在着所有者虚位的问题。这类中介机构的规范发展首先需要厘清股权结构。在此基础上,中介机构的发展需要强化内部控制,防范各类市场风险。同时,中介机构亦需坚守行业操守,保持独立性、专业性、公正性和客观性。若经过几年努力,中介机构能更加规范运营,在保证独立性的同时,树立良好的市场信誉,中国资本市场的发展将获得新的内生动力。

行业的市值占比仍然位居第二位。2007年之后迄今,随着大型国有商业银行的上市,金融行业的市值占比超过四分之一,石油、煤炭企业的上市也使得采掘行业的市值占比超过10%。从行业分布来看,证券市场反映了中国过去二十多年来的以房地产投资为主导产业的经济增长模式,也说明证券市场较好地完成了为那个时期实体经济服务的任务。

不过,近年来中国的经济结构发生了一些变化,而证券市场却没能顺应这一变化,服务实体经济的任务完成地并不理想。虽然近一年多来,中国证券市场经历了制度变革和业务创新的加速期,但目前距离服务实体经济的目标还有差距,这从上市公司的行业分布中可以得以体现。

近三年来,消费对GDP的贡献率由52%提升至55%,投资对GDP的贡献率由54.8%下降至51%,这反映了中国经济结构的变化趋势。受此影响,轻工业增速由2009年来的8.7%提升至目前的10.1%,而同期的重工业增速却由11.5%降至9.9%。通过对十多年来的数据分析,目前位居市值权重前三位、占A股市场市值权重超过40%的金融、采掘和机械行业的业绩与重工业增速更具有正相关性。因此,A股市场也就会更多地受到近年来重工业增速持续下滑的拖累。这样一来,证券市场既更多地受到经济下滑的负面影响,也无法更多地分享到经济结构转型带来的正

面推动,还导致上市公司整体质量下滑。

以反映上市公司质量最重要的业绩指标为例,作为“经济运行中最具优势群体”的上市公司在将近二十年的时间内,整体业绩增速并不明显优于工业企业整体状况,甚至很多时期还明显低于整体水平,这在最近三年表现地尤其明显。截至去年9月末,全国工业企业利润增速为-1.82%,而A股市场整体业绩增速则为-2.07%,而且也没有像工业整体那样出现降幅收窄。如果剔除掉金融行业以及中石油、中石化,这一数字为-2.9%。当前上市公司行业分布未能体现转型期实体经济的发展变化是A股市场整体业绩情况差于宏观经济、未能体现出上市公司“优势群体”特征的重要原因。上市公司质量方面存在缺陷,就无法很好地体现资本市场的投资价值,也就无法得到投资者的青睐,资本市场也就无法获得可持续发展,也就无法完成成为转型期的实体经济服务的新任务。

在管理层提出金融行业要服务实体经济发展的政策基调下,当前这种未能体现中国经济结构转型要求的行业分布应该成为证券市场政策调整的重点。上市公司行业分布的改善和优化能够顺应当前和未来实体经济发展的长期要求,同时还可以减缓A股市场来自经济转型的阵痛,而更多地分享到经济结构优化的积极效应。(作者系财达证券首席策略分析师)

快人快语

四方面建立多层次商品衍生品市场体系



多层次的商品衍生品市场体系可以实现期货与现货互动,场内与场外互通,境内与境外互联,这也是提升我国在国际商品市场定价力的基础和条件

——胡俞越

北京工商大学证券期货研究所所长

胡俞越 孙超

从上个世纪90年代以来,中国期货市场经历了初期的盲目发展和清理整顿,进入规范发展阶段,逐步建立起涵盖商品期货和金融期货的品种体系,市场规模不断扩大,并一跃成为全球最大的商品期货市场之一。同时,期货交易方式也被越来越多的企业和投资者所认识和接受,市场参与者结构趋于合理,“品种少,规模小,散户占主导”的格局逐步得到改观。但与此同时,作为期货市场基础并起到补充作用的大宗商品中远期市场和场外市场的发展却严重滞后,不但造成了商品市场本身秩序的混乱,也使期货市场与现货市场出现了脱节,影响到期货市场对于实体经济价格发现和风险规避功能的发挥。因此,我们必须对包括期货市场在内的商品市场从整体上重新认识和顶层设计,构建符合我国实际的多层次商品衍生品市场体系。

明确定位 大宗商品电子交易市场

我国目前各类各级商品市场存在的一个突出问题就是各自为战,缺乏联动,难以形成协同效应。其中,作为中间环节的大宗商品中远期电子交易市场近些年来则呈现了无序化盲目发展的态势,交易所数以百计,缺乏统一管理,时有风险事件发生。究其原因,有以下几个方面: 其一,现货市场发展的需求。中国经济处于战略转型期,市场的组织形式和交易方式也需要更新换代。 其二,期货市场相对不发达和制度供给、产品供给不足,难以满足现货市场的需求。期货市场和期货公司功能相对缺失,使得服务国民经济和实体经济难以落地。可以说,大宗商品市场发展也是期货市场不发达的产物。 其三,流动性过剩催生了交易市场火爆。钱太多,但做实业又不容易赚钱,需要找新的投资出路,所以兴办交易所起之若鶩。 其四,各级政府强烈的利益诉求。地方政府以交易所为抓手,金融改革先行先试。交易所的设立可以形成聚集效应,不仅能吸引巨大的资金流,而且如果交易所做大,对相关的仓储、物流等行业都有益。 其五,交易所的财富效应促使各

类电子交易市场空前发展。各类商品及衍生产品的电子交易市场如雨后春笋。加之处于没有相应监管部门和管理办法的监管真空地带,大宗商品电子交易市场遍地开花。

大宗商品电子交易市场在十几年的发展过程中问题多多,笔者认为,清理整顿关键在于明确定位,找到大宗商品电子交易市场的发展方向,回归现货、规范发展才是正途。

通过电子商务的形式,可以有效的整合市场资源,理顺商品流通秩序。这就需要建立各级市场之间的有机联系,从发育最为成熟的期货市场出发,不断向下延伸,打通与现货市场、中远期市场的联系,大力培育场外市场,并在形成国内商品市场体系的基础上逐步建立国内商品市场体系,形成期货与现货互动、场内与场外互通、境内与境外互联的多层次衍生品市场体系。

第一,期货市场和大宗商品电子交易市场都可以看作是信息市场,同一商品的期货市场和现货市场之间要加强信息资源共享。期货市场与场外的现货市场、中远期市场建立价格信息联盟,实时发布各类商品的价格和供求信息,帮助各类投资者和交易者加深对期货、现货市场的了解,促进期、现货价格的联动,进而吸引更多的现货市场参与者进入期货市场。现货市场则需要通过运费、升贴水等形式建立自身价格与期货价格的联系。 第二,期货市场与现货市场可以在仓单流转、标的物的仓储交割等方面开展战略合作。处于金字塔塔尖的期货交易场所放下身段,主动接地气,在期货市场与大宗商品电子交易市场之间建立仓单互换交易,在期货市场开立的头寸需要交割的,可以转化为现货市场的头寸,在大宗商品电子交易市场实现期货市场难以完成的实物交割,有助于提高期货市场的权威性,有助于统一的仓储物流体系的形成,有助于服务国民经济、服务实体经济的功能真正落地。近年来在国际市场上兴起的商品掉期、互换、基差市场给我们提供了有益的借

鉴。从本质上来说,掉期、互换、基差交易都属于现货市场的衍生品。

第三,把大宗商品电子交易市场作为期货交易所的场外市场或子市场,通过交易所系统的对接,并对其统一结算,形成以交易所为核心的交易平台和交易所集团。由于中远期市场更多的体现商品属性和区域性的供求状况,对大宗商品电子交易市场的清理整顿不能重复期货市场的老路,需要在各地保留一定数量的现货交易所。这些交易所需要解决交易机制不统一,交易系统封闭等问题,由期货交易所牵头,制定相对统一、可相互转化的交易机制,通过对接系统共享交易信息,并借助期货交易所以实现统一结算,有效控制系统性市场风险,最终形成场内场外、期货现货市场的联动。

第四,整合同类市场,关停并转并举。经过清理整顿,大宗商品电子交易市场应当进入规范发展阶段。笔者认为应多管齐下进行关停并转。

“关”——对部分严重违法违规、存在严重风险和社会影响较大的交易所实施关闭;也有一些经营不善的交易所将会自行关闭。 “停”——一些交易场所的某些品种停止运营,与清理整顿明显抵触的品种被叫停;也有一些市场的品种交易清淡或无交易而自行停盘。 “并”——整合各方利益,打破地域界限,充分发挥电子商务和平台经济的优势,上市相同或相近品种的交易市场实行联网交易,鼓励跨市套利交易,有助于形成公平合理权成的价格;整合物流配送资源,建立各交易市场之间的物流交割体系;不同交易市场之间的股权兼并和融合,形成共赢机制。 “转”——大宗商品中远期交易市场有序回归现货市场。立足现货,提升现货、服务现货、回归现货的大宗商品市场仍需要大发展。

总之,要想理顺商品流通秩序,必须建立多层次商品市场体系。这需要具备系统观念,从大处着眼进行战略规划。多层次的商品衍生品市场体系可以实现期货与现货互动,场内与场外互通,境内与境外互联,这也是提升我国在国际商品市场定价力的基础和条件。

一事一评

培育机构投资者队伍 应与多层次资本市场创新同步

曹俊

今年以来,行业监管部门通过各种场合传递信息,频繁出台各种相关规定,着力推动开放、包容、多元的财富管理行业健康发展。近日出台的一系列举措,以股权投资基金和投资管理公司为重点,旨在加快培育机构投资者,也为机构投资者的发展壮大提供了良好的机遇。

中小投资者对资本市场健康发展的信心,有利于机构投资者队伍的培育和健康发展。改变中小投资者与机构投资者比例严重失衡的现状,加快接轨成熟资本市场,需要从中小投资者教育和机构投资者培育两方面入手,要通过完善法律法规强化监管规范市场,以提振中小投资者对资本市场长期稳定发展的信心,建立起公平诚信的信托意识,放心让专业机构专家理财;要通过投资机构自律管理、从业人员执业意识加强,体现公平竞争优胜劣汰,实行政府限价与市场价相结合的财富管理委托定价机制,监管善意压价和哄抬价格的不正当竞争行为,使资本市场可持续发展。

放松金融管制,适度混业经营,开发丰富衍生投资品,有利于推动机构投资者队伍的发展壮大。为了鼓励机构投资者加快发展,政府和市场应合力推动财富管理加快融入全球经济一体化,境外投资机构要加快本土化,境内投资机构要更国际化,市场的金融投资工具及衍生产品要借鉴国际成熟资本市场的经验教训有选择的审慎发展,同时要完善合格境内机构投资者QDII制度安排,从扩大QFII和RQFII投资额度规模入手,有条件地加快实现人民币资本项下自由兑换的进程,以增加投资的便利性。适时恢复国债期货交易,推出个股期权产品,开发大宗商品期货和金融期货新品,为长期资金入市提供更多投资选择。近日证监会公布的《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》,将使得符合条件的证券公司、保险资产管理公司、私募基金管理机构数量接近现有的公募基金,财富管理机构和托管资产规模扩容力度前所未有,市场竞争将会进一步加剧。

培育壮大机构投资者队伍任重道远,要通过全社会的共同努力,增强信托责任意识,健全社会信用体系,完善政策法规政府规章,构建平等参与与市场竞争相结合,只有与多层次资本市场的创新和发展同步,才是我国资本市场和国际成熟市场接轨的必然选择。(作者系上海股份转让与证券研究会股份制企业专业委员会主任)