

## ● 证券市场 ●

# 信息不对称与股票发行核准制

康朝锋

(厦门大学财金系,福建厦门 361005)

**[摘要]** 股票发行中的信息不对称,导致投资者无法辨明股票的优劣,这将严重影响资本市场的效率。从理论上讲,解决该问题的最有效的方法是“注册制”,但我国目前还不具备实施“注册制”的前提条件。因此,实行“核准制”是当前最明智的选择。

**[关键词]** 股票发行;信息不对称;核准制

## 一. 股票发行市场中的信息不对称的后果

### (一) 股票发行中的信息不对称

股票市场区别于一般商品市场的一个显著特征是存在明显和较严重的信息不对称。股票市场信息不对称包括两个方面的含义:第一,发行人与投资者之间的信息不对称。股票发行人作为理性的经济主体,为了实现发行收入的最大化,不可避免地存在展示本公司的优越之处同时掩饰问题的倾向。因此发行者和投资者之间所拥有的信息是不对称的。第二,信息在投资者之间的分布也是不对称的,对新发行股票拥有更多信息的投资者称为掌握信息的投资者,其余的投资者称为不掌握信息的投资者。

### (二) 信息不对称的后果

1. “劣股驱逐良股”,妨碍储蓄向投资转化。由于发行人与投资者之间存在信息不对称,投资者无法明确辨别好股票与差股票,只好以平均水平来决定购买新股的价格,结果是优质公司的股票价格被低估,劣质公司的股票价格被高估,相比之下,处于不利地位的优质公司就会退出市场;同样,由于投资者之间的信息不对称,掌握信息的投资者往往能够买到被低估

的股票,比不掌握信息的投资者获得更高的收益率。经过多次发行以后,不掌握信息的投资者了解到他们购买的股票往往被高估,因此选择压低价格以降低风险。这对优质公司又是不利的,从而再次诱使优质公司退出市场,从而导致“劣股驱逐良股”的后果,严重的会产生恶性循环,成为储蓄向投资转化的一大障碍。

2. 严重影响资本市场的效率。首先,信息不对称导致的“劣股驱逐良股”,意味着资本流向了劣质公司,资本配置效率下降;其次,资本市场的效率是通过信息套利实现的,也就是说投资者是根据预期收益率来选择股票的,而预期收益率的确定取决于发行公司的有关信息。因此,如果有关公司的信息披露不充分,或者信息不能准确、迅速、均匀地散布到市场的每个角落,必然会影响投资者对股票价值的判断,信息套利的效率就难以实现。

由此可见,发展和完善股票市场,首先必须解决信息不对称问题,而解决信息不对称的关键就在于信息披露。

## 二. 解决信息不对称问题的三种观点比较分析

针对如何通过信息披露解决信息不对称的问题,一般存在三种观点:自由信息

披露、核准制和注册制。

### (一) 自由信息披露

持这一观点的主要是一些经济自由主义学者。他们认为只要有“反欺诈”立法就能保证股票发行市场的顺利运行,理由是:

1. 在充分竞争的市场环境下,良好的信息披露能够降低公司的发行成本,所以发行人会主动向潜在的投资者提供有关信息。他们认为,发行股票与销售汽车、房屋等商品没有本质上的区别,面对商品市场竞争压力的厂商会主动、充分地满足消费者对商品信息的需求。所以,在股票市场是充分竞争的条件下,政府无须设置强制信息披露的要求,只要进行自由信息披露就能解决信息不对称的问题。

2. 强制性的信息披露会使发行人承担相当高的发行成本,包括准备、印制、分发材料的成本,聘用律师、会计师的费用,申报及等待的成本,还有企业董事及经理投入的精力。例如,在美国市场发行时申报 S-1 表格的平均成本高达 20 万美元,如果再加上支付给承销商的佣金,其金额相当惊人。因此,强制信息披露增加了企业的筹资成本,加重了投资者的负担,而且将相当多的难以承担如此高筹资成本的中小企业排斥出市场。

### (二) 核准制

核准制走向了与自由信息披露相反的另一极端。赞同核准制的学者认为,仅有信息披露并不能保证股票发行市场的有效运转和保障投资者的利益。其理由是:

1. 普通投资者缺乏分析复杂的财务报表和法律文件的能力,或者根本就没有时间和精力去深入分析股票信息。

2. 信息披露存在时效性的问题。此外一些看上去十分诱人的项目比起经营稳健、利润安全的企业在信息披露中占尽优势,一般投资者容易受诱惑。

因此,仅靠强制信息披露,普通投资者的利益难以得到切实保障,股票市场的功能也难以得到有效发挥,故而有必要在强制信息披露的基础上设置实质审查程序,这时有关主管部门充当的是“净化器”的功能。

### (三) 注册制

注册制的特点是只要发行人按照法律规定及时并准确地提供了有关信息,无论发行的证券质量如何,主管机关均不予干预。注册制对信息披露有规范化的要求,而不是自由放任,同时笔者认为注册制也不对发行人进行价值判断,风险和收益都留给投资者承担。注册制是解决信息不对称问题的最有效的方式。理由是:

1. 自愿信息披露不可行。首先自愿信息披露的前提条件是股票发行市场的充分竞争,但非充分竞争才是经济运行的常态。充分竞争仅存在于极其有限的行业和地区,是一个理想化的条件。其次不能简单地以“增加了成本”来否定强制信息披露,强制信息披露既有利于保护投资者,也有利于提高股票市场效率和促进股票市场正常发挥功能,为此付出一定的成本是值得的。

2. 核准制存在许多问题。第一,投资者的能力、精力和时间限制并不足以构成政府介入的理由,基金和投资咨询机构完全可以解决这些问题。第二,核准制同样不能解决信息披露的时效性问题,而且谁也不能保证负责审批的人一定比普通投资者具有更强的甄别花哨企业和稳健企业的能力。第三,股票市场是风险交易的市场,不承担任何风险的证券主管部门越俎代庖对股票进行价值判断,违背了风险承担者与获益者一致的原则,这会妨碍证券市场的正常出清,影响风险合理地配置。第四,由于审核机构的事先核准,使公众投资者极易产生依赖心理,误认为政府对公开信息的真实性、准确性及证券的品

质等已作出保证,无须自我判断。这样一方面不利于培养投资者成熟的投资心态和投资技能;另一方面,当发行人以欺诈的手段获得核准时,若投资者处于毫无防备的状态,投资者受损无疑。

注册制处于自由信息披露和核准制的中间,能够避免以上弊端,同时也能较好地解决信息不对称的问题,因此注册制是成熟的市场经济国家的普遍选择。

### 三. 我国股票发行管理制度的选择

#### (一) 审批制下的“四级寻租”

在取消额度管理和决定实施核准制以前,我国实施的股票发行制度是比一般核准制更为严格的审批制。这是在转轨经济背景下的现实选择,信息不对称问题并不是我国股票发行市场在制度选择上首先考虑的问题,政府的首要任务是保证经济的平稳过渡,因此政府严格控制股票市场的资金配置,用以保证经济的稳定增长和推进改革的顺利进行。但政府的过度干预带来了严重的问题,这集中体现在一级市场的“四级寻租”。

1. 在中国证监会和国家计委确定年度全国证券发行的总额度以后,各地方政府与部委纷纷采取各种方式尽力争取更大的份额。

2. 在额度分配完毕以后,企业为了获得发行额度展开了第二层次的寻租竞争,获得发行额度的企业往往是寻租能力强而不是最具发展潜力的企业。

3. 企业获得发行额度以后,承销商为争夺承销权展开第三层次的寻租,这导致投资银行与上市公司的业务关系异化。

4. 两家证券交易所为了争取企业到自己这里上市展开了第四层次的寻租竞争,这种情况下交易所对上市公司的“服务审查”的质量与效果可想而知。

股票发行市场的“四级寻租”使得大量的资源耗费在对生产毫无促进作用的再分配活动上,对证券市场 and 经济增长都带

来了严重的负面效应。应该说,额度管理的取消和核准制的确立,瓦解了我国股票发行市场的“四级寻租”结构,这是证券市场发展的重大进步。

#### (二) 选择核准制的原因

前面已经分析了审批制的弊端,说明证券市场进一步发展,迫切要求改革股票市场的发行制度。目前可供选择的有核准制和注册制,既然注册制优于核准制,为什么国家决定实施核准制而不选择注册制,其根本原因在于我国目前还不具备实施注册制的前提条件。

注册制发挥作用的前提条件是发行人必须是理性的微观经济主体,而这正是我国企业缺乏的基本的市场素质。目前改造成上市公司的主要是国有企业,而国有企业还不是真正意义上的市场经济主体,还承担了大量的社会功能,出于社会稳定、就业等因素的考虑,政府经常被迫干预企业与金融机构的市场行为。在这种经济背景下发行股票实际上成了一种“政府补贴”,带有浓重的行政色彩。在企业制度彻底改造以前,企业仍然可以将经济亏损通过政策亏损转嫁给国家和社会。这样,发行股票就会失去约束,股票市场一次又一次的重演“圈钱”的悲剧。如果简单地实行注册制,将会有大量的企业涌入一级市场,股票市场有面临崩溃的危险,有更不用说有什么发展了。所以,注册制目前不可行,核准制是当前最明智的选择,但注册制应该是未来发展的方向。

#### 参考文献

- [1] 陈共. 证券市场基础知识[M]. 中国人民大学出版社, 1998.
- [2] 郑振龙. 各国股票市场比较研究[M]. 中国发展出版社, 1996.