

ZHENGQUAN JIANGUAN SHIJIAN YU SIKAO

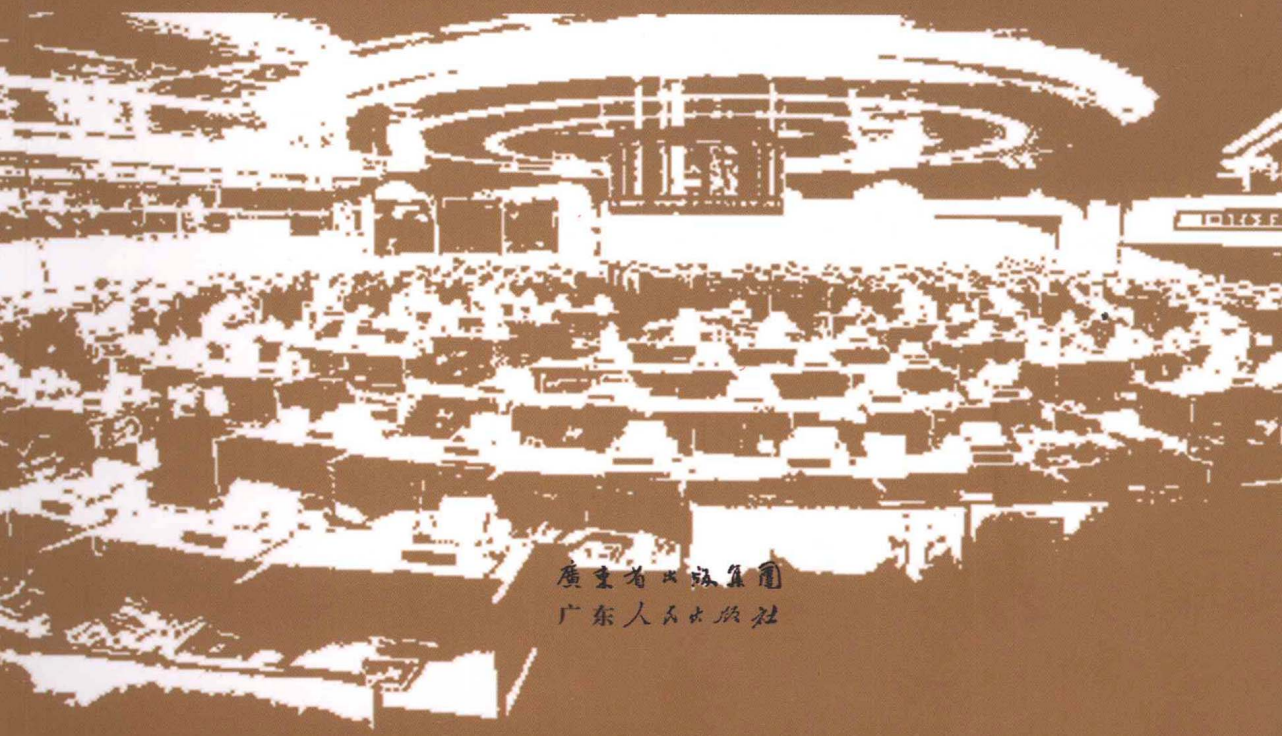
ZHENGQUAN JIANGUAN SHIJIAN YU SIKAO

侯外林◇主编

证券监管 实践与思考

ZHENGQUAN JIANGUAN SHIJIAN YU SIKAO

ZHENGQUAN JIANGUAN SHIJIAN YU SIKAO



广东省出版集团
广东人民出版社

ZHENGQUAN JIANGUAN

ZHENGQUAN JIANGUAN SHIJIAN YU SIKAO

侯外林◇主编

证券监管 实践与思考

SHIJIAN YU SIKAO

ZHENGQUAN JIANGUAN SHIJIAN YU SIKAO

广东省出版集团

广东人民出版社

· 广州 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

证券监管实践与思考 / 侯外林主编. —广州: 广东人民出版社, 2008. 10

ISBN 978 - 7 - 218 - 05916 - 7

I. 证… II. 侯… III. ①证券交易—资本市场—监督管理—中国—文集②期货市场—监督管理—中国—文集
IV. F832.5 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 138255 号

责任编辑	魏书苗
封面设计	吴德灏
责任技编	黎碧霞
出版发行	广东人民出版社
印 刷	广州市岭美彩印有限公司
开 本	787 毫米 × 1092 毫米 1/16
印 张	24.25
插 页	1
字 数	380 千字
版 次	2008 年 10 月第 1 版 2008 年 10 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 218 - 05916 - 7
定 价	50.00 元

如果发现印装质量问题,影响阅读,请与出版社(020-83795749)联系调换。

【出版社网址: <http://www.gdpph.com> 电子邮箱: sales@gdpph.com

图书营销中心: 020-37579604 37579695】

目 录

序言	1
第一部分 上市公司监管研究	5
关于构建我国公司债券法律制度的若干建议	7
加强上市公司控股股东及实际控制人监管的建议	16
完善上市公司监事会制度及独立董事制度的建议	24
后股权分置时期上市公司监管对策研究	33
上市公司对子公司管理控制的问题与对策	53
上市公司关联交易及其监管建议	60
关于我国上市公司交叉持股的若干问题与对策	68
完善上市公司股权激励基础条件的几点思考	76
上市公司股票期权激励计划有关行权价格及数量调整研究	84
法人股个人化上市公司股权分置改革问题探讨	94
第二部分 证券机构监管研究	101
证券公司合规管理体系的现状、问题和对策	103
关于完善证券公司业务信息隔离机制的几点建议	114
关于辖区证券经营机构信息安全运行状况的调查报告	123
“银证通”业务发展、存在风险及规范清理要点	135

对证券公司净资本体系和分类监管体系的改进建议	143
对证券公司基于净资本的风险监控体系的修改建议	150
关于建立我国证券经纪人制度的若干建议	159
对证券营业部办理转托管、撤销指定业务的监管建议	164
我国开放式证券投资基金资产托管安全性漏洞浅析	170

第三部分 期货市场监管研究

175

关于期货居间人若干问题的思考	177
期货居间人及相关问题研究	186
完善我国股指期货监管制度的建议	197
美国期货业自律组织的运作模式及借鉴	206
关于广州现货远期交易市场的调查与思考	215
关于开放条件下我国期货市场发展路径的思考	223
关于加强对证期合作业务监管的建议	231

第四部分 证券执法研究

241

关于加强派出机构依法行政的几点思考	243
全流通时代加强证券执法工作的思考	248
关于稽查提前介入实践的几点思考	258
上市公司董事行政法律责任归责原则探讨	270
证券公司客户资产管理业务的法律关系研究	276
证券犯罪与风险控制研究	283
广东十年打击非法证券活动的实践与思考	292

第五部分 审计监管研究

301

广东辖区上市公司实施新会计准则情况的调研报告	303
新会计准则下上市公司债务重组监管研究	313
上市公司股权激励会计及税务问题调研报告	321
浅析新企业会计准则对证券公司的影响	331

关于完善银行函证审计程序的若干思考	339
关于提高中介机构执业水平的若干思考	343

第六部分 其他 347

关于我国证券监管要素优化配置问题的思考	349
后股改时代证券市场的基本特征及监管对策	356
关于加强和改进投资者教育工作的若干建议	363
关于辖区非上市股份公司的调查与思考	371

序 言

搞好证券市场的监管工作，是充分发挥市场功能，维护市场正常秩序、保护投资者合法权益，提高市场效率的前提、基础和保证。一个结构健全、功能完善、运作规范、不断发展的证券市场，是中国经济体制改革的推进器，是中国社会主义市场经济发展的火车头。大力推动证券市场的改革开放和稳定发展，使其在社会主义市场经济中发挥更大作用，是党中央、国务院的重大战略决策。在党中央、国务院的正确领导和各方面的共同努力下，我国证券市场在短短十几年时间，走过了一些成熟市场几十年甚至上百年的道路，取得了举世瞩目的巨大成就。一是市场规模迅速扩大，到2008年6月底，我国上市公司总数达1607家，沪深两市总市值达17.80万亿元，众多国民经济骨干企业已成为上市公司的主力。二是市场优化资源配置的功能显著增强，证券市场成为企业资本运作的重要平台。2007年境内证券市场融资总额达7728亿元，其中首发融资4595亿元，居全球市场第一。有266家上市公司通过并购重组实现整体上市和行业整合。三是投资者数量日趋庞大，投资者结构不断优化。到2008年6月底，投资者有效证券账户达9937万户，机构投资者持股比例达51.54%。四是期货市场快速发展，期货品种不断丰富。目前我国期货品种达19个，涵盖了农产品、有色金属、能源、塑料、油料等关系国计民生的主要大宗商品。2008年上半年我国期货市场成交量5.8亿手，成交金额35万亿元，期货市场在发现价格、套期保值、监测重要原材料价格走向和引导相关基础产业发展等方面发挥着日益重要的作用。

党的十七大对证券市场健康发展提出了新的要求。十七大提出实现人均国内生产总值到2020年比2000年翻两番，需要证券市场满足经济持续快速

发展带来的融资需求；十七大提出提高自主创新能力，建设创新型国家，需要证券市场支持和引导创新要素向创新型企业积聚，促进科技成果向现实生产力转化；十七大提出加快转变经济发展方式，需要发挥证券市场优化资源配置功能，推动产业结构优化升级；十七大提出深化金融体制改革，需要不断提高直接融资比重，增加金融体系的弹性，分散金融风险；十七大提出鼓励发展具有国际竞争力的大企业集团，需要更加充分地发挥证券市场价值发现和并购重组功能，推动企业以资本为纽带实施国际化经营；十七大提出创造条件让更多群众拥有财产性收入，完善养老体系，需要进一步发挥证券市场的财富管理功能，为投资者提供分享中国经济增长成果的机会。总之，完善社会主义市场经济体制，实现国民经济又好又快发展，促进社会和谐，全面建设小康社会，客观上需要一个功能齐备、运作规范、规模不断扩大、效率不断提升的证券市场。

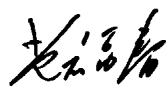
当前，我国证券市场正处在改革发展的关键时期。一方面，随着股权分置改革等基础制度改革取得突破，我国资本市场发生了转折性变化，资本市场稳定健康发展具备了良好的基础和广阔的前景；另一方面，我国资本市场“新兴加转轨”的基本特征还没有发生根本性变化。我国证券市场仍是一个处于社会主义初级阶段的市场，它在运行机制、法制建设、诚信文化、参与主体和监管体系等方面与成熟市场相比还存在较大的差距，市场主体的自我约束和相互制衡机制尚未有效形成，市场自我调节的功能还未充分发挥，内在运行机制尚不健全，结构性、体制性矛盾依然突出，市场基础性制度建设仍然需要大大加强，推进证券市场稳定健康发展的任务十分艰巨。

加强和改进证券市场监管的实践表明，调查研究是谋事之基、成事之本、创新之道，重视和坚持调查研究，是保证科学决策和实施有效监管的基本前提。从股权分置改革到提高上市公司质量，从证券公司综合治理到大力培育机构投资者，从加强资本市场法制建设到严厉打击违法违规行为，无一不需要深入调研、反复论证、科学决策。随着影响证券市场的因素日趋多样化、复杂化，对提高监管有效性的要求愈发迫切，因此，调查研究的任务也愈加繁重。当前，做好调查研究工作，要加强对关系证券市场健康发展重大问题的调查研究，在把握全局上下功夫；要提高调研的政策水平，在开拓创新上下功夫；要多层次、多方位、多渠道地了解情况，要善于找到问题的根源和矛盾的症结，在贴近实际，把握规律上下功夫；要善于听取各种意见，敢于

反映真实情况，既不回避矛盾，也不隐瞒问题，在调查研究的求真务实上下功夫。惟有如此，我们才能提出开展工作的新思路、新方法、新举措，才能真正适应新形势对证券市场监管提出的新要求，提高决策的科学性和监管工作的有效性。具体来说，当前要着重在以下几方面加强调查研究：一是要加强对资本市场贯彻落实科学发展观的内涵和途径的研究，为深刻认识我国资本市场的阶段性特征、进一步优化市场结构，增强证券期货行业竞争力、积极稳妥地推进资本市场改革开放和稳定发展提供政策指导；二是要加强对资本市场在国家发展战略中的作用和功能的研究，特别是要研究资本市场如何服务于全面建设小康社会、转变经济发展方式、提高自主创新能力以及增强上市公司的国际竞争力；三是要加强对全流通环境下资本市场的运行规律和行为变化的研究，为探索新形势下监管工作的新思路、新方法提供决策依据；四是要加强对国内外经济金融形势和动态的研究，为准确把握资本市场与宏观经济之间、境内资本市场和境外资本市场之间的联系和影响提供智力支持。

近年来，广东证监局立足辖区资本市场实际，以服务和改进监管工作为出发点和落脚点，积极开展调查研究工作，取得了丰硕的成果。2004～2007年广东证监局共完成各类调研论文159篇，其中有151篇被中国证监会研究报告数据库收录，有38篇在国内权威杂志或报刊上发表，有近20篇在有关调研成果评比中获奖。同时，广东证监局还不断完善调研工作的方式和方法，形成“年初有计划、年中有跟踪、年底有考评”的工作机制。此外，为了加强调研成果交流，促进调研成果转化，2005年广东证监局创办了《监管实践与思考》专刊。三年来，《监管实践与思考》共刊载了46篇调研论文，其中既有对新形势下一线监管工作的探索和总结，也有对我国资本市场改革发展的思考和建议。这些调研论文，扎根广东资本市场实践，紧扣资本市场规范发展的脉搏，对于增强决策的科学性和提高监管水平具有较高的参考价值。现在，广东证监局将部分文章汇编成《证券监管实践与思考》一书，我认为这是一件很有意义的事情，一方面它凝聚了证券期货监管干部的监管智慧，集中展现了证券期货监管系统监管干部求真务实、勇于创新、实事求是的良好风貌，有助于激励全系统监管干部大兴学习之风，在全系统大力倡导研究新情况、学习新知识、解决新问题的良好风气，切实提高解决复杂问题、驾驭复杂局面的水平和能力；另一方面，广东资本市场发育较早、规模较大，市场主体多，经验教训多，许多问题具有前瞻性和先发性，形成独具特色的

“广东板块”，而广东局立足辖区实际，创新监管理念，丰富监管手段，切实加强和改进一线监管，摸索出一套行之有效的“广东做法”。相信本书的出版为广大读者认识和了解我国资本市场的改革开放和规范发展历程提供了一个很好的视角和窗口。同时，也欢迎社会各界积极建言献策，集中各方面的智慧，共同书写我国资本市场改革发展的新篇章。



2008年9月1日

DI YI BU FEN

第一部分

DI YI BU FEN

上市公司监管研究

关于构建我国公司债券法律制度的若干建议^①

◆ 侯外林

债券与股票是资本市场两大基础产品，像一部车的两个轮子，只有并驾齐驱才能实现资本市场协调快速发展。自 1992 年股票市场实行集中统一监管体制以来，股票发行和交易规模成倍增长，目前股票市值超过 15 万亿元，占 GDP 的比率超过 60%，短短 20 年时间走过了西方成熟资本市场上百年的发展历程。与此同时，自 1997 年银行间债券市场建立以来，我国债券市场也获得迅速发展，债券发行量年增幅达 20%~40%，目前债券市场资产总量为 6 万亿元，占 GDP 的比例约为 29%。但债券市场结构不合理的问题日益突出，如 1998 年以来各类债券发行额累计达 16.66 万亿元，其中国债、央行票据和政策金融债占 94.65%，而作为债券市场重要主体的企业债、银行债、证券公司债、保险公司债等合计仅占 5.35%。在美国等成熟资本市场上，公司债券每年融资额一般占基础性证券的比重为 60%~70%，是股票融资额的 16 倍以上。从我国股票与债券市场发展的正反两方面经验看，公司债券法律制度设计不合理及其所造成的分割分治、管制过度、机制僵化等弊端，是我国债券市场结构不合理、公司债券市场发展缓慢的一个重要原因。

目前，新修订的《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）、《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）对我国公司债券的定义、发行交易的体制和条件、资金募集的办法和用途、信息披露的时限和内容，以及违反公司债券管理应承担的法律责任等作了比较全面和原则的规定，为构建统一的公司债券法律制度奠定了基础。但是，要将《证券法》、《公司法》的

① 本文完成于 2007 年 4 月，原载《证券法制通讯》2007 年第 10 期。

相关法律规定落到实处，还需要在法律和规章层面对公司债券的相关制度进行完善。本文主要探讨我国公司债券的具体法律制度问题。

一、关于公司债券的法律范畴

我国《公司法》第154条规定，“本法所称公司债券，是指公司依照法定程序发行、约定在一定期限还本付息的有价证券”。《证券法》第2条规定，“在中华人民共和国境内，股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行交易，适用本法”。可见，凡是依照《公司法》成立的有限责任公司和股份有限公司发行的债券，都必须适用《公司法》和《证券法》，这表明我国已经在法律层面实现了公司债券的统一立法。但是，在行政法规和部门规章层面仍然处于分散立法状态，如相关规定既有国务院1993年颁布的《企业债券管理条例》，也有中国人民银行、中国证监会等发布的《企业债券发行与转让管理办法》、《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》、《上市公司发行可转换公司债券实施办法》、《证券公司债券管理暂行办法》等。由此也导致了目前公司债券市场多头管理、分割分治的局面，由国家发改委和“一行三会”分别对企业债券、短期融资券、银行债券、证券公司债券和上市公司可转换债券、保险公司债券行使审批权和后续监管权，这种状况是目前公司债券市场发展缓慢、“四分五裂”的主要体制性原因。

事实上，无论企业债券、公司债券或金融债券，其共同的本质属性都是企业法人组织与具有平等法律主体的社会投资者之间发生的资金借贷关系（这是公司债券等私债与国债、市政债券等公债之间的本质区别），其差异主要是发行主体不同。从目前国家发改委审批企业债券的实际情况看，发行企业债券的主体大多是公司这种组织形式，即使是国有企业发行的债券，最终也是以公司的名义发行，并承担相应责任的。因此，在构建我国公司债券法律制度时，应放弃企业债券的法定称谓，改为依照《公司法》、《证券法》规定，统称为公司债券。与企业债券相比，金融债券有其特殊性，主要是在发行主体和监管体制等方面存在差异。但这并不排除金融债券在发行方式、信息披露、利率管理、债权人保障等方面适用公司债券的法律规范，对其特殊规定只需在同一法规中另立章节予以补充规定即可，从立法技术上讲并不存在障碍。因此，应抓住公司债券的共同属性，在整合上述法规及规章的基础

上尽快制定一部统一的《公司债券管理条例》。《公司债券管理条例》的调整范围应包括全部以公司名义发行的各种债券，既要包括目前的企业债券，也应包括公司债券和金融债券，从而建立统一的公司债券市场，包括“四个统一”，即统一的监管体制；统一的发行、存管、上市、交易制度；统一的信息披露制度；统一的信用评级制度。从股票市场的发展经验看，统一的监管体制是实现公司债券“四个统一”的关键。统一的监管体制必然要求由一个职能部门集中、统一行使公司债券的审核以及持续监管职责，其他相关部门予以配合与协助。因此，建议由中国证监会统一行使公司债券的核准和后续监管职责，同时，基于金融类公司债券发行主体的特殊性，可采取相关金融监管部门设立前置审核程序，出具审核意见后，再由证券监管部门统一核准。至于一些政府部门或政府重点投资项目发行的债券（如铁道部发行的铁路债券、地方城市建设债券等）可以更名为市政债券，沿用原企业债券的发行审批体制。

二、关于多层次公司债券市场制度

建立统一的公司债券市场，并不意味着建立单一层次的债券市场。从国际经验看，公司债券与股票一样，不同的品种具有不同的收益率和风险特征，只有建立多层次的公司债券发行市场和交易市场，才能满足具有不同风险承受能力和收益偏好的发债企业和债券投资者的需求。具体来说，在发行制度上，要突破目前实际上只有国有或国有控股大型企业才能发行企业债券的限制，不论何种所有制，只要符合条件，国有或民营企业、有限公司或股份公司均可申请发行公司债券。同时，要突破企业发债与固定投资项目立项挂钩的做法，按照《公司法》和《证券法》的相关规定，实行统一的公司债券发行条件和发行程序，当然也不排除对一些特殊债券如金融债券在发行条件和发行程序上作出某些特殊安排。另外，在发行方式上可借鉴股票发行的经验，采取公开发行与定向发行两种方式。前者面向社会公众公开发行，个人和机构投资者均可认购；后者只向机构投资者定向发售。公开发行应采用承销方式，定向发行属于债券私募，可以免除该要求。两者在债券存管、交易、信息披露、担保、债券持有人会议等方面应区别对待，以体现不同的发行成本和监管要求。

流转是债券的固有属性，原则上所有公司债券均可在不同层次的市场上进行转让和流通。我国《证券法》第 39 条规定，“依法公开发行的股票、公司债券及其他证券，应当在依法设立的证券交易所上市交易或者在国务院批准的其他证券交易场所转让”。同时，第 57 条规定，申请公司债券上市交易应符合期限 1 年以上、发行额不少于 5000 万元、申请上市时仍然符合法定的公司债券发行条件等。此外，《证券法》还对公司债券申请上市交易的程序、需要报送的文件以及暂停、终止上市交易的法定情形等作了明确规定。但是，对于私募公司债券或不具备上市交易条件的公司债券如何转让流通则没有具体规定。从民事自治的角度分析，是否上市交易，应由债券发行人与认购人双方约定，如为促进债券流转、保护债券人的利益，在新兴市场进行适当政策引导也有积极作用。可考虑借鉴股票发行与上市相衔接的做法，在行政法规层面的《公司债券管理条例》中规定，公开发行的公司债券应在证券交易所上市交易；私募发行的公司债券应在国务院批准的其他证券交易场所（如股份代办转让系统）转让，符合上市交易条件的，也可以申请在证券交易所上市交易，具体转让场所由债券发行人和认购人商定。由此，公司债券市场应与股票市场一样，形成多层次市场结构：一是沪深证券交易所可成为公司债券主板市场，适合公开发行且上市交易的公司债券，个人和机构均可参与。二是银行间债券市场，目前主要适合于定向发行的公司债券，限于机构参与。按照《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》的精神，这一市场将来应该与证券交易所债券市场实行“集中监管、统一互联”。三是场外公司债券市场，不具备上市交易条件的私募公司债券，可在股份代办转让系统转让，限于具有一定财力和相当证券投资知识的合格投资者参与。

三、关于公司债券的风险揭示制度

任何投资产品都有风险，公司债券也不例外。如何正确认识和对待风险，一直是我国公司债券市场发展面临的重大问题。在 20 世纪 90 年代前期，我国公司债券发行曾经历了短暂的繁荣，但由于一些企业“重筹资轻回报”，引发了严重的债券兑付危机，使许多人至今仍然“谈债色变”。而一些个人投资者风险意识淡薄，“只看利息不看信用”，一旦出现兑付风险首先就找政府，

也给各级政府造成了严重的经济负担。因此，国家有关部门为了控制企业债券风险，对其实行严格的审批制，不仅将发债主体限制为国有独资企业和政府投资项目，而且要求发债企业必须寻求银行提供不可撤销的连带责任担保，这样实际上已将企业债券风险转化为银行风险和政府风险，并进一步助长了投资者“债券无风险”、“不能兑付就找政府”的错误观念。实践证明这两种认识和对待风险的态度都不利于我国公司债券市场的发展。在成熟资本市场，比较成功的经验是：一方面要通过投资者教育来树立“买者自负”的投资风险观念；另一方面就是要通过建立债券信用评级制度和信息披露制度，来充分揭示债券投资风险。

目前，我国在企业债券发行中已经实行了信用评级制度，但《证券法》、《公司法》并没有将信用评级确立为一项法律制度。因此，有必要借鉴国外经验，在法规层面的《公司债券管理条例》中将债券评级报告作为公开发行公司债券的必备文件，同时，出台专门的《公司债券信用评级管理办法》作为《公司债券管理条例》的配套文件，用于规范信用评级机构及其评级活动。在具体制度设计上，有以下三点值得考虑：（1）对信用评级机构实行准入制，达到一定条件并经行政许可方能获得相应资格。（2）评级机构从准入初期就应本着高标准、高质量的原则设定条件。从我国市场中介机构发展的经历来看，数量多难以保障质量甚至危害市场，如证券投资咨询机构、资产评估机构或婚姻中介机构都是如此。美国、日本等国家的经验也告诉我们，有实力、讲诚信的评级机构往往是为数不多的。必须从专业人员数量、资产规模等方面对信用评级机构的资格从严把关。（3）在发债企业聘用评级机构制度方面，要大胆创新，打破发行人自行聘用的传统，采用“盲选”机制，即在发行人公布聘用条件和相关中介费用后，在评级机构所在的自律组织或公司债券管理人见证下，在自愿报名的评级机构中摇签产生。“盲选”机制表面上看不符合民事自治原则，但是信用评级的目的并非对发行人负责而是对社会公众负责，实际上较好地体现了保护公众投资者权益的精神。从实践来看，“盲选”机制在人民法院选聘审计机构和拍卖机构以及在一些重大比赛中确定比赛顺序等方面已形成惯例，可有效提高信用评级的透明度和公正性，相信在证券信用评级中也将发挥积极作用。

对于信息披露制度，我国《证券法》、《公司法》对股票与公司债券进行了统一规定，要求公开发行公司债券时必须公告公司债券募集办法和财务会计报告，在每一个会计年度结束后的四个月内和上半年结束后的两个月内必