



当代中国金融学者思想库

中国股票发行 监管制度变迁研究

Research on the Institutional Changes of
China's Stock Issuance Supervision

顾连书 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



当代中国金融学者思想库

中国股票发行 监管制度变迁研究

Research on the Institutional Changes of
China's Stock Issuance Supervision

顾连书 / 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国股票发行监管制度变迁研究/顾连书著. —北京: 经济管理出版社, 2014. 2
ISBN 978 - 7 - 5096 - 2949 - 9

I. ①中… II. ①顾… III. ①股票发行—金融监管—监管制度—研究—中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 025584 号

组稿编辑: 宋 娜

责任编辑: 宋 娜

责任印制: 黄章平

责任校对: 超凡



出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京晨旭印刷厂

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 11.25

字 数: 146 千字

版 次: 2014 年 6 月第 1 版 2014 年 6 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 2949 - 9

定 价: 68.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前 言

资本市场作为现代金融市场最重要的组成部分，在各国经济发展中发挥着极其重要的作用，其中股票市场与债券市场已发展成为资本市场的核心部分。各国政府都对资本市场采取了必要的监管。

自 1993 年起，中国股票发行监管制度经历了从审批制到核准制的一系列制度变化。纵观中国股市 20 多年的发展历程，有两个明显的特征交织在一起，一是政府对股票市场的管制和干预，二是市场化改革方向不变且进程加快。但二者之间的边界不清导致政府对于股票发行的监管具有了双重后果：它既是促进中国证券市场飞速发展的决定性因素，又是导致市场制度性和结构性缺陷的根源。本书以中国股票发行监管制度的制度变迁作为研究对象，以期为进一步推动中国股票发行监管制度市场化转型提出有益的建议。

本书以中国股票市场发展的历史为脉络来分析中国股票发行监管制度的变迁。通过对 20 世纪 90 年代至今股票发行监管制度变迁的梳理，从变迁主体、驱动因素、变迁路径、变迁效果等方面比较了各个阶段的制度创新和制度缺失，发现中国证券市场的发展仍处于初级阶段，所以其制度是政府在赶超型战略的指导下，依靠政府的外生力量通过强制性制度变迁形成的，具有典型的政府推动性和行政调控性特点。这种制度变迁的方式在特定阶段为中国证券市场的发展做出了突出贡献，如促使大量国有企业转换经营机制，带动欠发达地区经济发展。但随着证券市场的深入发展，政府调控型市场发展模式在某种程度上不可避免地会与

市场运行的内在规律发生冲突，使证券市场的运行风险加大。笔者通过实证分析发现中国现行的股票发行核准制存在明显的制度缺陷及一定程度上的审核失效。因此，必须对政府在证券市场上的行为边界予以进一步界定，继续推进市场机制的建设及股票发行注册制的改革。

笔者选取美国、日本以及中国台湾地区作为样本，回顾其证券市场及股票发行监管制度的形成及演变，在监管目标、变迁路径、驱动因素等方面进行了较为详细的比较。尽管世界各国和地区都致力于提高证券发行监管的有效性，但各国和地区政府在实施具体的监管模式上却有着明显的不同。其原因是多方面的，既有政治体制的原因，也有经济发展水平和文化传统的原因。正是这些因素的综合作用推动了一国证券监管制度的形成与演变，同时，也只有充分考虑到这些现实因素才有可能造就成功的证券监管。通过对比分析，笔者得出了这些它们的股票发行监管制度变迁对中国的启示和具体借鉴。

本书通过博弈方法分析不同监管体制下监管者与被监管者的最优选择，分析发现核准制下若监管机构寻租收益大于监管部门受到的潜在处罚，监管机构将更倾向于寻租而无制度变迁动力，同时核准制下需要加大对股票发行人信息披露造假的处罚力度。然而在注册制下，由于监管制度相对宽松，股票发行上市条件没有那么严格复杂，政府监管的静态成本和动态成本都要比核准制下低，因此中国股票发行监管制度有必要向注册制变迁。

本书以组织制度学派将制度分为规制性因素、规范性因素和文化—认知性因素这一基本理论框架为基础，分析股票发行注册制所需的基本市场条件、中国证券市场已具备了哪些条件、尚不具备哪些条件，并为未来注册制实施提出进一步制度建设的具体政策建议；中国股票发行监管制度应选择渐进性制度模仿的市场化转型路径，笔者提出在中国目前证券发行市场中，应积极探索上市公司非公开发行股票、上市公司配股、小额股票发行、创业板股票首次公开发行的股票发行注册制实践。

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景与选题原因	1
一、研究背景	1
二、选题原因	2
第二节 研究目的及意义	4
第三节 研究范围的界定	5
第四节 研究方法、研究思路及创新点	5
一、研究方法	5
二、研究思路	6
三、本书的结构安排	6
四、创新点	8
第二章 股票发行监管制度研究的理论基础与文献综述	10
第一节 监管理论	10
一、监管的公共利益理论	11
二、监管的利益集团理论	12
第二节 金融（证券）监管理论	14
一、金融监管的权衡理论	14
二、金融监管的法律理论	15



三、金融监管的经济合同理论	15
第三节 证券发行监管理论	16
一、证券发行监管的双重效应	16
二、证券发行监管目标的差异化	18
三、股票发行监管制度变迁理论	21
第四节 制度及制度变迁理论	25
一、制度变迁的构成要素	25
二、制度的需求与供给	28
三、制度的博弈论诠释	29
四、组织制度学派的制度三要素分析法	31
第五节 文献综述	32
一、国外关于股票发行监管制度的文献综述	32
二、国内关于股票发行监管制度的文献综述	34
第六节 本章小结	42
第三章 中国股票发行监管制度变迁分析	43
第一节 证券发行监管制度的分类及比较	43
一、证券发行监管制度的分类	43
二、注册制与核准制的比较分析	45
第二节 中国股票发行监管制度的变迁过程	48
一、股票发行的兴起	48
二、审批制阶段	49
三、核准制下的“通道制”阶段	50
四、核准制下的保荐人制阶段	50
第三节 中国股票发行监管制度变迁的理论分析	51
一、股票发行监管制度变迁的主体	51
二、股票发行监管制度变迁的驱动因素	53

三、股票发行监管制度变迁的路径	59
四、股票发行监管制度变迁的效果	64
第四节 中国股票发行核准制的实证分析	71
一、IPO 企业持续盈利能力的有效性分析	71
二、发行审核委员会审核制度有效性分析	76
第五节 对中国现行股票发行核准制的评价	80
第六节 本章小结	85
第四章 股票发行监管制度比较分析	87
第一节 美国股票发行监管制度演进的基本路径	87
一、美国证券市场简要发展历程	87
二、美国股票发行监管制度演进的基本历程	89
第二节 日本股票发行监管制度演进的基本路径	92
一、日本证券市场简要发展历程	92
二、日本股票发行监管制度演进的基本历程	94
第三节 中国台湾地区股票发行监管制度演进的 基本路径	97
一、中国台湾地区证券市场简要发展历程	97
二、中国台湾地区股票发行监管制度演进的 基本历程	97
第四节 美、日及中国台湾地区股票发行监管制度 比较分析	99
一、背景分析	99
二、路径分析	101
三、驱动因素分析	102
四、效果分析	105
第五节 国际股票发行监管制度变迁对中国的启示	107



一、美国的启示：制度均衡	107
二、中国台湾地区的启示：渐进式的制度变迁	109
三、股票发行监管制度变迁的具体借鉴	111
第六节 本章小结	113
第五章 股票发行监管的博弈论分析	115
第一节 股票发行过程中的各方利益主体及利益诉求	115
一、各方的参与主体及利益诉求	116
二、潜在的利益冲突	117
第二节 股票发行监管核准制的静态博弈分析	119
一、静态博弈模型的构建	119
二、静态博弈模型的经济学意义解释	121
第三节 股票发行监管制度的动态博弈分析	125
一、动态博弈模型的构建	126
二、动态博弈模型的经济学意义解释	129
第四节 本章小结	131
第六章 中国股票发行监管制度市场化转型的路径分析	133
第一节 中国股票发行监管制度市场化转型的制度起点	133
一、股票发行注册制所需的基本市场条件	133
二、中国股票市场初步具备的注册制条件	135
三、中国股票市场实施完全注册制的制度不足	138
第二节 中国实行股票发行注册制所需的进一步 制度建设	141
第三节 中国股票发行监管制度转型路径选择的 基本原则	145
第四节 中国股票发行向注册制转轨的具体路径	146

一、“先试点，后放开”分步推进股票发行注册制	146
二、先行实践部分股票发行注册制	147
第五节 本章小结	152
第七章 研究结论与展望	153
第一节 研究结论	153
第二节 本书不足之处	154
第三节 研究展望	155
参考文献	157

第一章 绪论

第一节 研究背景与选题原因

一、研究背景

中国资本市场的发展得益于中国经济发展和金融改革，并随着中国经济发展逐步走向市场化、规范化、国际化。中国资本市场与发达国家资本市场相比，中国证券市场带有明显的跨越式发展的特征。尤其是 2006 年以后新修订实施的《公司法》和《证券法》有力地促进了中国资本市场快速规范发展，2006 ~ 2011 年中国宏观经济增长率平均在 10% 以上，在此期间，股票发行融资和债券发行融资都有大幅度的增长，多层次资本市场体系初步建立，股票市场和债券市场规模明显扩大，资本市场的交易品种有所丰富，基于良好的宏观经济变量，中国的股票市场及债券市场的各种指数也表现良好。

在股票市场新兴加转轨的大背景下，中国资本市场出现了不同于世界各国证券市场的显著现象。脱胎于计划经济的中国资本市场，有着体制上的先天不足，政府一直保持着对证券市场的高度管制，中国股市在很长时间内主要作为国企脱贫解困的融资工具，股市的涨跌很



大程度上依赖政府的政策。“政策市”和“资金市”是中国股票市场特有的两个显著特征。政府这种对股票市场采取的工具化态度，破坏了市场的公平和效率，打击了投资者的信心，制约了资本市场配置资金的功能。

中国股票发行监管制度是股票市场监管的重要部分，证券监管机构对股票发行决定权的垄断成为中国股票发行监管制度的核心内容。虽然经历了审批制到核准制下的“通道制”，再到核准制下的保荐人制，市场化改革进程不断加快，但是对拟发行股票企业的实质性审查和最终决定权仍由政府掌握，并没有实质性地交给市场去自由选择。随着中国证券市场规模不断扩大、层次逐步完善、开放程度加快，过度管制的股票发行制度制约了股票发行市场的发展，降低了中国股票市场融资效率，滋生了股票发行监管权力的寻租，不利于提升中国实体经济的转型升级。

此外，中国股票市场作为一个新兴加转轨的股票市场，不可避免地会出现政府干预较深、高投机性、高波动性及较多的违法违规行为等现象。核准制下的企业发行上市最终要靠政府的核准同意。这就导致了企业通过弄虚作假来包装上市，造就了不少劣质上市公司，既损害了中小股民的利益，也进一步阻碍了中国股票市场的良性发展。

二、选题原因

作为资本市场基础性制度之一的股票发行监管制度经历了几次大的制度变革，值得关注和研究。自1993年起，股票发行监管制度经历了从审批制（包括“额度管理”阶段和“指标管理”阶段）到核准制（包括从核准制下的“通道制”过渡到核准制下的保荐人制）的制度变化。

2005年，新股发行环节实行询价制度，中国新股发行环节中发行定价和发行承销方式市场化改革频率加快、程度加强，但新股发行审



审核环节依然采用行政审核制，与新股发行环节中的发行定价和发行承销方式市场化改革力度相比明显滞后，仅在股票发行环节中推动和实现询价定价和发行承销环节的市场化，而不改革股票发行审核环节的行政审核制度是个“跛脚”式的改革方式。尤其是随着2009年创业板开设以来，新股发行上市过程出现的高市盈率、高发行价、超额募集资金“三高”现象引起了资本市场的广泛质疑。创业板的“三高”现象对二级市场投资人未来的财富效应已经构成不利影响，对于成功募集资金的上市公司来说也是资金过度错配，对创业板的可持续发展也产生较大隐患，这些现象必须从股票发行制度上进行反思。总体上来讲，由行政审核主导下的垄断上市资源和控制股票供给，从而导致股票市场供求的失衡被认为是出现创业板“三高”现象的根本性制度因素。

此外，中国股票市场20多年的发展历史表明，由政府控制下的审批制或核准制并未有效杜绝企业包装上市或造假上市现象。近几年来，随着一些造假上市案件的公开及创业板企业上市后经营业绩普遍下滑的现象，再次引起社会对政府控制股票发行审核权及其是否有能力代替市场主体去判断拟发行上市企业质量的质疑，更不用说，中国证券监管机构数次用行政控制的方式暂停新股发行审核，^①加上中国企业首次公开发行上市及上市公司再次发行股票融资审核周期漫长、审核程序不公开、审核标准因审核人员的人为判断而不一致等，严重降低了股票市场融资效率，增加了企业首次发行上市及上市公司股票再融资的不确定性，为企业为上市发行而提高整体规范运行带来的成本上升压力，阻碍了证券市场服务于实体经济的能力。因此，推动股票发行制度进一步市场化的呼声越来越高，股票发行监管制度的市场化改革势在必行。

^① 中国A股历史上共有8次新股暂停发行，其中2000年以来有5次。



第二节 研究目的及意义

证券市场处于金融市场中的最高位置，对国民经济及社会稳定具有很大的影响和促进作用。股票发行监管制度是证券市场最基础的制度，也是保证证券市场运行秩序和效率的最关键环节。中国股票发行监管制度一直贯彻“实质性管理”原则，它是中国证券市场发展现状所导致的，也是导致股票市场制度性和结构性缺陷的根源。这种政府过度管制的监管方式与中国建立市场经济体制机制、减少政府行政审批及对微观经济干预的整体市场化改革目标并不一致。

以斯蒂格利茨等人为代表的金融深化理论学派认为：市场并不必然在充分就业水平下自发平衡，强调有效需求和政府的作用；对于新兴市场的监管，第三世界的政府要比发达国家的政府承担更大的责任。但是，新兴市场的监管不但成本高、成效不明显，甚至产生反效果，而且还严重阻碍了市场本身的自发演进，使该国的经济在金融上受到抑制。也就是说，证券监管也会失败^[1]。

在中国继续坚持改革开放国策的大背景下，如何通过加快股票发行监管制度的改革，从而更有效地配置资源具有很重要的现实意义。本书以中国股票发行监管制度的变迁作为研究对象，以期为进一步推动中国股票发行监管制度市场化转型提出路径选择。本书研究具有以下现实意义：

理论意义：本书主要从制度经济学角度，集中探讨研究转型期（1987 年至今）中国股票发行监管制度的变迁和因素分析、国外主要资本市场国家和地区股票发行监管制度的变迁和因素分析、博弈模型下的最优股票发行监管制度选择、中国股票发行监管制度向注册制过



渡路径研究，进而为处于转轨时期的中国股票发行监管制度加快市场化改革和转型提供具有一般意义的理论贡献。

实践意义：本书通过研究提出中国股票发行监管制度可采用渐进式的改革模式，如何创造和加强为实施股票发行注册制而需进行的制度建设，以及当前应积极在不同层次股票市场和不同的股票融资方式间，开始积极尝试过渡形式股票发行的注册制等，为加快中国股票发行监管制度向注册制转型提供有益的操作性建议。

第三节 研究范围的界定

为使研究主题更加集中，本书所研究的“股票发行”，指拟上市企业首次公开发行股票及上市公司为融资再次发行股票的融资行为。

第四节 研究方法、研究思路及创新点

一、研究方法

本书采用多种方法综合地对股票发行监管制度的变迁进行了研究，主要包括：

(1) 制度分析法。运用制度变迁理论，从制度变迁的维度、制度变迁要素等角度，对中国及其他国家和地区的股票发行监管制度的变迁进行了比较全面的分析。

(2) 定性分析与定量分析相结合。本书在进行定性分析时采用了



一些案例分析法,在进行定量分析时采用了统计分析、博弈分析等方法。分析了中国现行股票发行监管制度的不足,运用博弈论的方法构建博弈模型,为股票发行监管制度的最优选择提供了可靠的理论依据。

(3) 历史比较的方法。通过对中国及其他国家和地区过去不同时期股票发行监管制度呈现的不同特征进行分析,揭示了在特定历史、文化、政治、经济背景下制度演进的规律。

(4) 国际比较的方法。将不同国家和地区的股票发行监管制度的变迁作为比较对象,给中国股票发行监管制度的改革提供有意义的借鉴。

(5) 归纳与演绎的方法。在分析和讨论相关股票发行监管理论和实践的基础上,得出若干适用于中国股票市场的研究结论,并从证券监管理论的一般框架下推出中国股票发行监管的具体制度建设。

二、研究思路

本书一方面回顾了中国股票发行监管制度的历史变迁过程,另一方面分析并借鉴了国外主要市场上股票发行监管制度及其变迁的经验,并以此为基础分析了中国现阶段股票发行监管制度的现状、存在的问题,最后提出中国股票发行监管制度的转型路径,以及当前应在不同层次股票市场和不同的股票融资方式间,开始积极尝试过渡形式的股票发行注册制等。其具体研究思路如图 1-1 所示。

三、本书的结构安排

本书的结构安排如下:

第一章,绪论。提出本书的研究背景,并对研究范围进行界定,归纳本书的研究方法、研究思路和创新点。

第二章,股票发行监管制度研究的理论基础与文献综述。本章是本书的理论基础与文献综述部分,回顾监管理论、证券监管理论、证

券发行监管理论、制度及制度变迁理论，对国内外关于股票发行监管制度的文献进行回顾，并对国内外关于股票发行监管制度的研究进行总结。

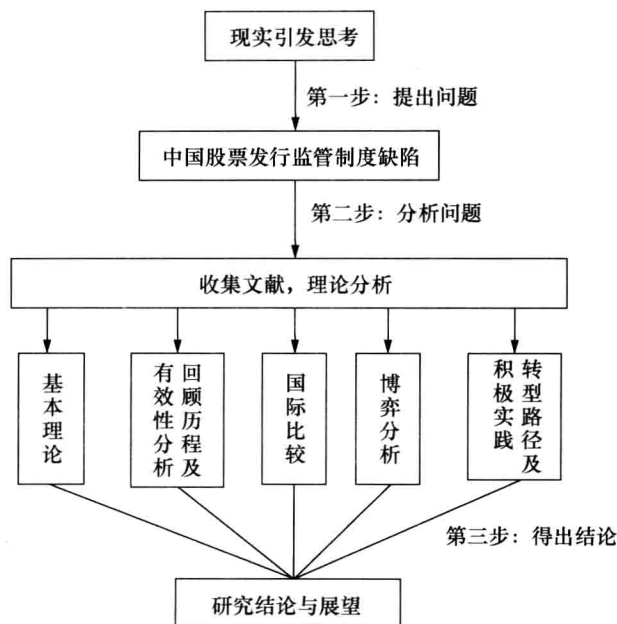


图 1-1 制度的需求与供给

第三章，中国股票发行监管制度变迁分析。本章系统比较了目前世界各国运用证券发行监管的两种主要形式——核准制和注册制，回顾中国股票发行监管制度变迁的过程，并运用制度变迁理论对其进行了分析，发现中国股票发行监管制度的变迁特征；运用数据分析、案例分析等实证研究方法，实证了中国新股发行监管中存在的监管失效现象，并论述了中国现行股票发行核准制的缺陷。

第四章，股票发行监管制度比较分析。回顾美国、日本及中国台湾地区证券市场及股票发行监管制度的变迁历程，采用制度变迁理论对美、日及中国台湾地区股票发行监管制度变迁的重要因素进行对比