

证券法热点问题探析

于绪刚 郑 琰 / 著



D922.294

Y74

证券法热点问题探析

于绪刚 郑琰 / 著

法律出版社



前 言

呈献给读者的是作者对我国证券市场两个热点问题的探析。

之所以将境内上市外资股(即B股)称为热点,就在于在作者看来,境内上市外资股对于中国来说是涉外证券,而对于海外投资者来说,又是国际证券。境内上市外资股制度的建立适应了证券市场国际化的发展潮流。它代表了中国证券市场的发展趋势,是中国经济与世界经济一体化的结果,成为中国改革开放的一个标志,从而一直是中国官、儒、商关注的焦点,也曾经为国际投资者所“垂青”。然而,境内上市外资股以“休眠”为“常态”,以“常态”为“高烧”,而“钱”又是国际投资者的“心上人”,因此,国际投资者为此总是揪心地痛。境内上市外资股怎么了?

本书作者利用历史与经济的方法对境内上市外资股的产生与发展进行了详细而又深入的分析,试图找出境内上市外资股牛短熊长,“跌跌”不休的原因,并对境内上市外资股的未来发展所需要的法律环境提出了自己的看法,以求为中国资本市场的建立、发展与完善尽微薄之力。

之所以将可转债称为热点,就在于在作者看来,可转债是证券市场金融创新的一个契机,同时,也寄托了解决国有企业债务危机的许多希望。然而,可转债能否在中国

成功地达到立法者所希冀的目标,并充分发挥其特有保护投资者的功能,则实在有必要对相关法律制度的完善进行探讨,以防止进入毫无效率的制度陷阱中,继国有股和境内上市外资股等现象以后成为具有中国特色的老大难问题。金融的创新不能依靠瞎子过河的方式,其设计和运作的难度以及可能导致灾难性后果,法律的监管应成为其健康发展的守护神。

笔者通过研究发现:可转换债券本身是一个优良的证券品种,但在中国现有的证券法律制度以及可转换债券本身的法律制度中,缺乏对投资者真正有效的保护,自然也与初始立法意图相距遥远。这其中的原因不能不说是可转换债券法律制度本身的缺陷,而整个证券法律制度的不健全又加剧了这种缺陷。通过对可转换债券概念、特征和性质的探求,笔者认为可转换债券在中国大有用武之地。因此希望对中国有关可转换债券的法律制度的研究。能对中国证券市场的法律制度建立有所裨益。

本书在写作过程中,参阅与利用了大量的资料,皆随文注明,特向这些资料的作者与出版机构表示衷心的感谢。

法律出版社以完善中国资本市场法律制度的社会责任感,不以商家利润为重,积极促成了本书的出版,我们在此深表感谢。

当然,没有我们的导师、北京大学法律系主任吴志攀教授手把手地教与字斟句酌的推敲,本书的完成是不可能的。我们将铭记导师的教诲,不遗余力地继续探索中国资本市场的法律问题。

由于作者才疏学浅,挂一漏万实属必然,诚望读者批评指正。

上 篇
境内上市外资股

引 言

就股市来说,人们有一种共识,“否极泰来,祸兮福所倚”。也就是说,股市本身的特性及其内在规律决定了股市存在涨跌的现象,因为在不确定的经济状态中,证券的内在价值是不能被正确地决定的。对每股价值的判断在市场参与者之间存在差异,以至于股票的价格围绕着股票的内在价值波动。因此,现实生活中的股票价格可能暂时远离其内在价值,但价值总是要回归。这就是股市的价值规律,也是“效率市场假说”理论得以建立的经济基础。因而股市有大涨,必有大跌;有大跌,必有大涨。这是股市的基本规律。

然而纵观境内上市外资股(即 B 股,其“含义”参见第一章第一节)历史,我们发现,B 股背离了股市发展的一般规律,而且,更令人痛心的是,我们的 B 股交易价格已经背离了上市公司资产的实际价值。

以上海为例。上证指数从 1992 年 2 月 21 日的 100 点起步,一路扶摇直上,创下了历史上的最高峰 139.44 点。然而下半年二级市场骤然降温,一路跌至当年 10 月 26 日的 56.99 点。1993 年创下历史新低 52 点。1993 年底突破了百点大关,报收于 103.15 点,涨幅高达 98%。然而好景不长。1994 年 2 月开始大幅下跌,直到 60 点才止跌回稳。5 月上证 B 股指数出现了一波反弹行情,至 9 月份在

85点又受阻回落,年底收于62.80点。深圳B股与上海B股基本上走了相似的轨迹,升跌相当。^①自此以后,B股二级市场萎靡不振、交投清淡。6年多来,B股市盈率一直处于不断的回落之中。整个B股股市,牛短熊长,“跌跌不休”。

进入1998年,由于受东南亚金融危机的影响,B股市场更是惨不忍睹。就上海的B股市场来说,到1998年初,B股的市盈率仅为11倍,个股中有20%跌破面值,50%跌破净资产,70%低于发行价。^②1月份,B股以55.88点开出,最高55.94点,沽穿1996年11月12日的历史最低点44.86点,创下38.40点的最低记录,收盘46.92点,同1997年12月收盘相比,下跌8.96点,跌幅16.03%。15个交易日,大体上相当于每天损失市值1%的概念。^③

这里可以作一个比较(以上海为例)。在B股市场建立和发展的6年中,B股指数由历史最高点139.44点跌至38.40点的历史最低点,跌幅达72.46%。而令各司法管辖区恐慌不已的1987年的“黑色星期一”中,道琼斯工业指数也不过下跌不足三分之一。^④作为20世纪30年代世界经济大萧条主要标志的道琼斯工业指数的下跌幅度也

① 葛荣根:《历史选择了B股》,载《证券市场导报》1995年4月号,第30—31页。

② 王常、包丽华:《机遇孕育于众人最悲观之际——台湾券商眼中的上海B股市场》,载《上市公司》,1998年2月号。

③ 瀚民:《震荡收敛、气氛祥和》,同上。

④ James V. Feinerman, *Internationalizing U.S. Capital Markets in Global Context: Problems and Prospects*, Law & Policy in International Business, 1997, Vol. 28, at 606, note 3.

不过比 B 股指数下跌幅度多 16.92%，为 89.38%。^⑤

股市的主要特征与魅力是提供流动性，然而，我们的 B 股市场已经完全丧失了这一特征，从而成了股市中的一个奇怪现象。我们的 B 股怎么了？本书试图就这一问题进行探讨，以求为中国资本市场的建立、发展与完善尽微薄之力。

^⑤ Richard J. Teweles, Edward S. Bradley, and Ted M. Teweles, *The Stock Market*, 1995, 6th edition, at 110.

第一章 境内上市外资股市场概要

第一节 境内上市外资股概述

一、B 股的含义

B 股最早见于伦敦股票市场,后来传至其他证券市场。^⑥所谓 B 股是相对于 A 股而言,二者都是普通股。因此就股票而言,用 A、B 两个字母将普通股分为两个种类,但因划分的标准不同,其所代表的普通股的类型是完全不同的。从历史上看,B 股有过以下几种含义:

第一,具有表决权的 B 股。

本世纪 20 年代,美国公司流行发行分级的普通股,即 A 级股、B 级股。A 级股为一般大众股,但不具有表决权。B 级股为管理当局和银行持有,具有表决权,但投资数额很少。证券交易所认为,剥夺投资大众表决权,不符合股东利益,故拒绝无表决权的股票上市。^⑦

第二,小面值的 B 股。

1972 年香港出现了 B 股,到 1973 年共有联邦地产等

^⑥ 现已基本上被禁止发行。参见武为群著:《香港证券市场》,中国金融出版社 1996 年版,第 252 页。

^⑦ Richard J. Tewels, Edward S. Bradley, The Stock Market, 1982, 2nd edition, at 105—109.

5 只股票在港上市交易。^⑧ 香港 A、B 股的不同点是: B 股的面值通常只为 A 股的 1/10 或 1/5, 但两者的投票权相同。B 股的发行往往是因为公司有发行新 A 股的大规模投资或收购计划, 但又担心控制权改变, 故先发行 B 股, 以便大股东以较少资金买进 B 股, 紧握控制权, 然后才实施计划。^⑨ 1987 年, 英资怡和集团宣布发行 B 股计划, 在港引起舆论界的普遍反对, 并使 B 股风波以放弃发行告终。^⑩

第三, 外币购买的 B 股。

伴随着股票市场的国际化趋势, 发展中国家也纷纷向

^⑧ 同注 6, 第 252 页; 另见侯书森、王惠敏主编《香港回归祖国多股票市场的影响》, 新华出版社 1996 年版, 第 24 页。

^⑨ 同注 6, 第 32 页。

^⑩ 1972 年和 1973 年, 香港有联邦地产、置业信托、连卡佛、太古洋行、格兰酒店等几家公司发行了 B 股, 此后 10 多年再也没有哪一家发行过 B 股。1987 年 3 月, 英资怡和集团又宣布发行 B 股计划, 在港掀起一场 B 股风波。市场压倒性的舆论认为, 如果允许发行 B 股将对市场造成极为不良的后果。舆论指出: 由于 B 股的面值只等于 A 股的 1/10 或 1/5, 而两者的投票权却相同, B 股发行后, 大股东必然抛出 A 股, 然后又凭借其强大的实力购买 B 股, 继续掌握公司的控制权, 它只对大股东有利; 这是一种非常不合理的现象, 它也有损于资本主义商业道德准则; 政府应当干预, 取消 B 股的发行。为此香港政府证监专员致函联合交易所指出: 在未就 B 股发行问题达成一致原则之前, 交易所不应批准任何公司发行 B 股的申请。政府财政司和金融事务司均表示不愿见到 B 股的发行为时尚, 从而损害香港作为金融中心的声誉。在市场一片反对声中, 发行 B 股的风波平息了。后来联合交易所在 1989 年 12 月新订的《证券上市规则》第八章中明确规定, 除非特殊情况, 交易所将不会考虑任何新 B 股的上市。参见注 6, 第 252—254 页。

海外开放本国的股票市场。^⑪ 由于本币尚未实现完全的自由兑换,并为了防止外资冲击与股市的剧烈波动,有的国家根据投资者的不同,将普通股划分为A、B股。A股专为境内投资者买卖,B股专为外国投资者买卖,从而形成国内股和外资股两个市场。菲律宾就是通过发行B股来吸引外资的。^⑫ 本书探讨的B股就是依此标准划分的中国股票外资股之一种。

二、我国B股的含义

中国B种股票(以下简称“B股”),原指人民币特种股票,现指境内上市外资股。^⑬ 依据《上海市人民币特种股票管理办法》(以下简称《上海B股办法》)和《深圳市人民币特种股票管理暂行办法》(以下简称《深圳B股办法》)的规定,B股较容易界定,因为B股的投资主体依据该两个《办法》范围明确:A、我国香港、澳门、台湾地区的法人、自然人;外国的法人和自然人;主管机关批准的其他境外法人

^⑪ e.g., Singapore Conference on International Business Law; Current Developments in International Securities, Commodities, and Financial Markets, Sept. 1-3, 1986; Symposium: Capital Markets and Financial Services in the Pacific Rim: Prospects for Harmonization, Law & Policy in Int'l Bus., 1997, vol. 28, No. 1; 另参见注 31。

^⑫ Stanley Keller, International Securities Law Handbook, 1995, at 165-166.

^⑬ 参见 1991 年 11 月 22 日《上海市人民币特种股票管理办法》第 2 条, 1991 年 12 月 5 日《深圳市人民币特种股票管理暂行办法》第 2 条, 1995 年 12 月 25 日发布的《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》第 2、3、4 条。B 股之所以改称境内上市外资股, 是因为随着我国股份有限公司境外上市外资股的出现, 人民币特种股票又出现了新的形式, 即 H 股(香港上市外资股)、N 股(纽约上市外资股)、S 股(新加坡上市外资股)等。他们也是以人民币标明面值, 专供境外投资者以外汇买卖, 采取记名形式, 但在海外上市。

和自然人。^⑭而依据 1995 年 12 月 25 日《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》(以下简称《国务院 B 股规定》),从投资主体上讲,B 股不容易界定,因为根据该规范性文件的规定,B 股的投资主体不是十分明确:A、外国的自然人、法人和其他组织;B、中国香港、澳门、台湾地区的自然人、法人和其他组织;C、定居在国外的中国公民;D、国务院证券委员会(以下简称“证券委”)规定的 B 股其他投资人。^⑮与前两个规范性文件不同的是,“其他投资人”在《国务院 B 股规定》上没有地区上的限制。^⑯证券委是我国证券市场的宏观管理机构,^⑰而管理权的行使是很具有灵活性的,这为 B 股灰色交易的出现埋下了伏笔。^⑱因此,从立法技术上讲,不能保证 B 股的国际性,B 股容易成为“内资”外资股。

综上所述,可以给我国的 B 股作一个初步的界定:B 股是指我国股份有限公司发行的、以人民币标明面值、由

^⑭ 参见《上海 B 股办法》第 14 条、第 19 条;《深圳 B 股办法》第 2 条。

^⑮ 参见《国务院 B 股规定》第 4 条。

^⑯ 从立法技术上讲,这两个地方性规范文件对于境外投资人的界定是十分符合逻辑的。因为从国际私法的角度上讲,境外人除了外国的法人和自然人以外,还有无国籍人(参见余先予主编:《冲突法》,法律出版社 1989 年版,第 127—128 页)。当然这种立法上的完善并不具有实践上的意义,因为无国籍人无法履行 B 股的投资程序(参见《上海 B 股办法》第 15 条,《深圳 B 股办法》第 12 条)。

^⑰ 参见 1992 年 10 月 12 日《国务院办公厅关于成立国务院证券委员会的通知》。

^⑱ 参见注 6,第 173—188 页。

境外人^⑩以及证券委批准的其他人以外汇买卖,在境内证券交易所上市交易的记名式股票。这种界定的模糊性正说明了我国B股所存在问题的严重性。

第二节 境内上市外资股市场 建立的历史背景

澳洲没有老虎,亚洲没有袋鼠,物种的生存环境决定着物种的起源、构成乃至个性,而物种的起源、构成与个性又负载着环境的要素。因此,对于环境的考察有助于对物种构成与个性的认识,看到物种的过去、现在与未来;同时,这个认识过程又有助于加强人们对环境的了解,从而促进人们为物种的生存与发展创造更好的空间。这是生物学、社会学、考古学等学科的共性。这种共性同样适用于对B股市场的认识,因为离开B股产生的历史环境,我们的认识就会出现偏离,从而影响我们对B股市场未来定位的决策。这既是辩证的,又是唯物的,因此探讨B股发展的法律环境,我们应当首先着眼于B股产生的历史背景。

^⑩ 香港尽管已经回归祖国,但大陆与香港之间的金融事务完全按照国际金融惯例进行。两地银行间和企业间的债权债务关系将继续作为对外的债权债务关系处理。两地银行间和企业间的合同争端将继续按照国际准则协调解决(参见中国人民银行编《1997中国金融展望》,第66页)。因此就金融事务而言,香港人(包括自然人、法人和其他组织)应当视为境外人。我国台湾地区、澳门与大陆的金融关系与香港相同,而定居在国外的中国公民从经济上讲已经属于外国人,故也应视为境外人。作者注。

一、经济发展对外资的需求

著名的发展经济学家 W. W. Rostow 的经济“起飞”理论认为,一国要顺利地实现经济“起飞”,在初始的低级阶段的经济发展中,投资率即资本积累率必须达到 10% 以上。这是经济发展的基本的、首要的、决定性的因素。^① 而根据宏观经济理论,在封闭经济条件下,一国的经济增长取决于投资。因此要加快经济增长,就要增加投资,而增加投资的途径,在于提高储蓄率,而提高储蓄率又受到国内收入水平的限制。发展中国家受到国内储蓄不足、外汇短缺的制约。要突破储蓄、外汇的双重约束,就必须利用外资,引进外资。国外援助可以解除这些约束,使国内资源得到较充分的运用,从而加速增长,使总产值的增长大大高于国内储蓄所允许的增长速度。^②

1979 年我国实行对外开放政策以后,根据积极稳妥的方针全面利用外资。1987 年以后,由于国际经济形势的发展和我国投资环境的改善,政府实行“扩大开放,深化改革”的方针,到 1992 年 6 月,利用外资获得飞速的发展(见表—1)。

然而,到 90 年代初,我国的外汇仍然比较短缺(见

① W. W. Rostow 运用历史的、长期的、动态的、宏观的研究方法,分析了发展中国家如何顺利地实现经济“起飞”而演变为发达国家的过程。其结论是必须具备三个条件:1. 投资率达到 10% 以上;2. 建立能带动整个国民经济的主要部门体系;3. 制度和意识形态上的变革。而在这三个条件中,投资率达到 10% 以上是基本的先决条件,是经济能否起飞的首要决定因素。参见谭崇台主编:《发展经济学》,上海人民出版社 1989 年版,第 138 页。

② 陈彪如著:《国际金融概论》,华东师范大学出版社 1996 年版,第 460 页。

表一2),H股尚没有出现,红筹股也没有得到发展,因此如何拓宽融资渠道,利用股票市场来吸引外资成了我国经济发展所面临的问题。^②

表一1:中国利用外资概况(1979.7—1992.6)

形 式	项目(个)	协议投资 (亿美元)	实际投入 (亿美元)
1. 对外借款	/	/	643.6
2. 直接投资	55079	670.2	267.1
合资企业	33303	278.2	130.8
合作企业	12942	210.1	66.9
外商独资	8755	137.1	33.5
合作开发	74	34.76	32.2
3. 补偿贸易	/	/	24

资料来源:同注17,第462页。

表一2:中国外汇现汇储备状况表

单位:亿美元

年 代	外 汇 现 汇	年 代	外 汇 现 汇
1979	8.40	1988	33.72
1980	-12.96	1989	55.50
1981	27.08	1990	110.93
1982	69.86	1991	217.12
1983	89.01	1992	194.43
1984	82.20	1993	211.99
1985	26.44	1994	516.20
1986	20.72	1995	735.97
1987	29.23	1996	1050.29

资料来源:《中国经济统计年鉴1997》。

^② 刘鸿儒:《市场的基石是什么》,载《Capital—中国读本》,1998年8月号。

二、传统融资方式的局限

传统融资方式有很大的局限性。举债融资很容易在各产业部门,特别是公共企业(这些公共企业从政府得到补贴性资金支持)和其他优先发展部门中引起过度投资。由于投资收益开始下降,大量投资在一些国家中带来的不再是高速度。大量的债务合同、较高的名义利率和实际利率的波动以及缺乏股权融资,使得许多公司中债务与股东产权的比率都超过了谨慎的水平。^② 80年代以来的国际债务危机说明了这一点,并从而使发展中国家的信贷资金来源减少。^③

在直接投资的情况下,外资的进入受到严格的限制。外国投资者向一国直接投资时,首先遇到的问题是,该国允许接受什么样的投资,可以向哪些部门投资,这些投资应当符合什么条件。各国外资法一般对此皆作了明确规定。^④ 同时,在直接投资的情况下,对于投资者在企业管理、适销性商品、知识产权等方面都提出一定的要求。这种方式显然无法吸引国际上日益增长的金融资本和海外小额资金持有者。因为这些资本持有者主要追求的是资本的合理回报,不像实业投资者那样以控制和占领国内市场为前提。^⑤

② [美]安托尼·阿格迈依尔著:《发展中国家和地区的证券市场》,中国金融出版社1988年版,第3页。

③ 同注21,第465—488页;另见李忠平著:《中国金融国际化问题研究》,中国财政经济出版社1997年版,第8页。

④ 余劲松主编:《国际投资法》,法律出版社1994年版,第150—172页。

⑤ 同注22。