

21 21st China Development Issue Report
世纪中国发展问题报告

中国

证券市场

问题报告

China Negotiable Market Issue Report

问题·现状·挑战·对策

万国华/编著

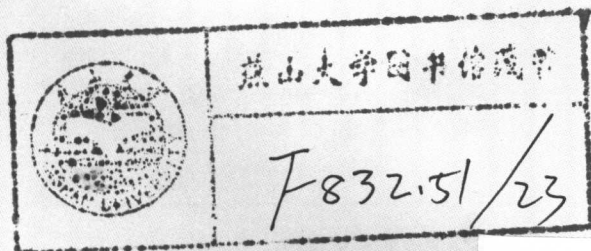
中国发展出版社
DEVELOPMENT

21 21st China Development Issue Report 世纪中国发展问题报告

中国 证券市场 问题报告

问题 · 现状 · 挑战 · 对策

万国华 / 编著



05
10

中国发展出版社
DEVELOPMENT



0687913

~14

图书在版编目 (CIP) 数据

中国证券市场问题报告/万国华编著. —北京:
中国发展出版社, 2003.1
(21 世纪中国发展问题报告丛书)
ISBN 7-80087-545-8

I. 中… II. 万… III. 证券交易—资本市场—研究
报告 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 097421 号

中国发展出版社出版发行
(北京市西城区赵登禹路金果胡同 8 号)
邮政编码: 100035
电话: 66187126 (编辑部) 66180781 (发行部)
URL: <http://www.developress.com.cn>
E-mail: fazhan@drc.gov.cn
北京星月印刷厂印刷 各地新华书店经销
2003 年 1 月第 1 版 2003 年 1 月第 1 次印刷
开本: 1/16 710×980mm 印张: 28.75
字数: 516 千字 印数: 1—8000 册
定价: 38.00 元

本社图书若有印装差错, 请向发行部调换

前 言

众所周知，证券市场是市场经济的高级形态，是一国经济发展状况的晴雨表。关注和研讨证券市场的有关问题，对于我国社会主义市场经济建设的理论和实践探索，无疑都有一定的积极意义。

我国的证券市场是在特殊的历史背景之下诞生和运行的，自然有其突出的特点，这已经是世所共识。我国证券市场短短的发展历程，已经对我国经济社会发展做出了很大贡献，这也是有目共睹的。然而，面对完善社会主义市场经济和加入世界贸易组织的形势，要保持我国证券市场长期健康发展，还有许多课题需要探讨和研究。本书所致力，正在于此。

我国证券市场发展需要研讨的课题，包括诸多层面，如政策法律的制定、市场的规范运作等等。这些问题，本书均有涉猎。应该说，本书对我国证券市场目前面临的主要重点、热点、难点问题，均给予了分析和论述。其中，在政策和法律层面，着墨更多一些。我们对我国未来几年或本世纪初期证券市场的若干政策和法律走势或方向进行了审慎分析和大胆预测，针对这些问题提出了自己的观点和看法，而这些政策和法律在相当长一段时间内都会是我国证券市场的前沿或热点问题。

应该指出的是，作为市场经济高级形态的证券市场，它所面临的问题并不仅仅是证券业人士所关心的，也应该、而且确实也是所有经营管理者所应该关注的。资本运营问题自不必说，现代企业制度建立中的诸多问题，如法人（公司）治理结构、独立董事、职业经理人等，都是经营管理者面临的现实问题。就此而言，这部探讨证券市场课题的著作，就有了更广泛的意义。而就我们的初衷和愿望来说，除了证券业人士之外，我们更希望业外的经营管理人士来注意这些问题，这对于我国现代企业制度和市场经济的建立，都是颇为重要的。

诚如前述，我国的证券市场还不完善，仍需要学习和借鉴市场经济发达国家和地区的经验教训。因此，本书在介绍、剖析国外法律、措施方面，是

比较全面和深入的。而加入 WTO, 又给我国证券市场与国际接轨带来了机遇, 只要立足国情、迎接挑战, 相信我国证券市场会得到长足发展, 为社会主义市场经济做出更大的贡献。

本书适合于广大中小投资者阅读, 可用作证券市场从业者参考书, 也可供大专院校的科研人员及师生作教学与研究资料, 当然也是广大经营管理者必备的研读参考书。

参加撰写本书的有翁宇华、逢玲、潘竹、郑可菊、马斩、丁雪梅、满荣女士和李东红、商镇、王庆松、张天哲、谢利锦、曹征、邹立军、虞志华、汤明先生。

本书的观点和看法为个人见解, 分析和论述也难免有疏漏、不当之处, 恳请专家批评指正。写作中参考了许多学者的相关研究资料, 在此深表谢忱。

万国华

2002 年 12 月于南开园

目 录

第一章 WTO 规则——证券市场法律和政策走向的前提

第一节	WTO 有关金融服务的协议与中国的证券市场开放承诺	1
一、	WTO 有关金融服务的协议规则概览	1
二、	中国证券市场开放的入世承诺	3
第二节	中国不能立即完全开放证券市场的原因	4
一、	一个需要澄清的问题	4
二、	中国不能立即完全开放证券市场的原因	6
第三节	中国完全开放证券市场的时机	21
一、	中国证券市场完全开放的时机短期内不成熟	21
二、	通往完全开放之路曲折漫长	22
第四节	中国证券市场完全开放的标志及结论	27

第二章 证券与银行是分业还是合业，各存利弊

第一节	全能制银行的实践及成因分析	30
一、	全能制银行的实践	30
二、	全能制银行的成因分析	31
第二节	分业制银行的实践及成因分析	33
一、	美国的实践及成因分析	33
二、	日本的实践及成因分析	40
第三节	合业制和分业制的理论争鸣及制度设计	42
一、	分业、合业的理论争鸣	43
二、	全能银行的制度设计	49
第四节	从金融业整体看银、证分业的政策实践及发展趋势	52
一、	中国分业经营的现状	52
二、	中国现阶段必须坚持分业经营的原因	54
三、	中国合业经营的前景	57

第五节 从证券业角度看银、证分业政策模式的影响	60
-------------------------------	----

第三章 有效证券监管体制应如何构建

第一节 国外证券监管体制考查	65
一、 国外三种证券监管体制	65
二、 他律体制与自律体制优缺点剖析	67
第二节 中国证券监管体制的沿革及现状	69
第三节 中国证券监管机构前瞻	73
一、 中国究竟应该采取何种监管体制	73
二、 如何构建中国有效的证券监管体制	74

第四章 证券发行管理有待进一步市场化

第一节 两种证券发行管理模式比较及利弊分析	78
一、 注册制 (Registered System)	78
二、 核准制 (Authorized System)	80
三、 注册制及核准制利弊分析	80
第二节 中国证券发行管理制度的演变	83
第三节 中国证券发行管理新体制的确立及存在问题	88
一、 新发行管理体制的主要内容	88
二、 发行管理新体制的若干问题	92

第五章 上市公司收购——现行法律仍存在缺陷

第一节 上市公司收购概念之法理	98
第二节 上市公司收购动因及利弊分析	102
第三节 发达国家或地区有关上市公司要约收购法律制度比较	107
一、 收购要约原则分析	107
二、 要约收购人持股信息披露义务	108
三、 收购要约的期限	109
四、 强制收购要约	110
第四节 上市公司的反收购制度措施及评价	112
一、 上市公司反收购措施及法律调整	112

二、	上市公司反收购措施的合法性问题·····	116
第五节	我国上市公司收购与反收购若干问题探讨·····	118
一、	上市公司收购立法和实践的沿革与发展·····	118
二、	《股票条例》与《证券法》有关上市公司收购规定的比较·····	121
三、	上市公司收购和反收购若干立法问题探讨·····	125

第六章 二板市场还有多长的路要走

第一节	二板市场概述·····	134
第二节	海外二板市场的发展和经验·····	136
一、	美国的 NASDAQ 证券市场·····	136
二、	香港的创业板市场·····	137
三、	欧洲的二板市场 (EASDAQ)·····	138
第三节	中国建立二板市场的时机、条件及功能·····	139
一、	建立二板市场的时机及条件·····	139
二、	中国二板市场的功能·····	143
第四节	中国二板市场与主板市场的关系·····	146
一、	二板市场的模式选择·····	146
二、	二板市场与主板市场的区别·····	147
三、	对二板市场若干制度设计的探讨·····	155
四、	二板市场对主板市场的影响·····	159
五、	构建完善的资本市场体系, 实现二板市场与主板市场的 良性互动·····	160

第七章 信用交易制度是该浮出水面的时候了

第一节	证券市场信用交易透视·····	163
一、	信用交易的概念分析·····	163
二、	对信用交易功能的分析·····	165
第二节	主要国家信用交易制度比较研究·····	167
一、	美国的信用交易制度·····	167
二、	日本的信用交易制度·····	172
第三节	中国股票信用交易制度的构建·····	176
一、	中国信用交易制度的现状·····	176

二、	中国开展信用交易的必要性和可行性·····	177
三、	中国证券信用交易制度的构建·····	180

第八章 开放式基金将成为基金业的主流

第一节	开放式投资基金——国际基金市场的主流·····	186
一、	开放式基金成为基金业发展主流的原因剖析·····	186
二、	开放式基金的类型·····	188
第二节	国外发展开放式投资基金的经验和教训·····	191
一、	各国开放式基金发展现状·····	191
二、	各国契约型基金信托构造中当事人关系的不同设计模式·····	194
三、	各国开放式基金治理结构的比较·····	196
四、	各国开放式基金监管模式的比较·····	198
第三节	中国发展开放式基金的前提条件和意义·····	199
一、	大力发展开放式基金的前提条件·····	199
二、	发展开放式基金的意义及作用·····	203
第四节	我国开放式基金的设立和运作·····	205
一、	中国开放式基金的设立·····	205
二、	中国开放式基金的运作·····	208
三、	中国开放式基金的终止和清算·····	213

第九章 信赖义务乃斩断基金黑幕的利器

第一节	对一个命题的再思考·····	215
一、	证券投资基金的含义·····	216
二、	证券投资基金的风险——“内部人控制”与“基金黑幕”·····	218
三、	发挥“稳压器”作用的条件——成熟的市场与守规运作的 基金管理人·····	222
第二节	问题的解决——信赖义务的遵循·····	224
一、	证券投资基金管理人的忠实义务·····	224
二、	证券投资基金管理人的注意义务·····	230
第三节	对证券投资基金管理人信赖义务的监督·····	234
一、	基金持有人对管理人的监督和制约·····	234
二、	基金保管人的监督·····	235

三、	基金行业的自律监管	236
四、	行政主管部门的监管	237
第四节	兼收并蓄——对我国证券投资基金法治发展的设想	239
一、	建立证券投资基金法律体系	239
二、	完善证券投资基金的监督管理机制	242

第十章 公股流通——中国股市最头痛的问题

第一节	中国公股不流通的由来及现状	245
一、	中国公股的最初认识	245
二、	中国公股的特点	247
三、	公股不流通的原因	247
第二节	中外公股减持制度比较	249
一、	中外国有股比较	249
二、	中外国有股减持制度比较	249
第三节	中国公股为什么要流通	256
一、	公股不流通的影响	256
二、	中国公股流通的必要性	260
第四节	解决公股流通的初步尝试——国有股减持方案出台始末及评介	262
一、	“国有股减持”的政治背景	262
二、	《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》的颁布与暂停	262
三、	《国有股减持折让配售方案及配套措施》分析	265
四、	国资减持可行之途	266
第五节	公股流通的初步尝试失败——国有股减持方案被迫停止	269
一、	减持方案被迫停止后的无奈与遗憾	269
二、	减持方案被迫停止所涉及的新的法律问题	270

第十一章 委托投票征集将成为市场热点

第一节	争夺公司控股权与委托投票权的征集制度对公司及市场的影响	273
一、	委托投票权征集的起因和类型	273
二、	投票权征集的基本法理	274

三、	投票代理权征集制度对公司和市场的主要影响·····	275
第二节	国外委托投票征集制度的现状及发展趋势分析·····	279
一、	世界主要国家和地区关于委托投票制度的规定·····	279
二、	委托投票征集制度发展趋势分析·····	284
第三节	引进委托投票征集制度应注意的问题·····	288
一、	投票委托征集活动在我国长期备受“冷落”原因之分析·····	288
二、	我国关于投票代理权征集立法应体现的原则·····	290
三、	我国投票代理权征集制度的具体设计·····	291

第十二章 职工持股制度——证券市场成熟的标志

第一节	我国引进职工持股制度的理论与实践·····	297
一、	西方职工持股制度的理论与实践探源·····	297
二、	我国职工持股制度——从实践到理论·····	299
第二节	职工持股制度的交易成本分析及对国企改革的意义·····	302
一、	我国国企实行职工持股制改革的原因评析·····	302
二、	我国职工持股制改革中出现问题的原因评析·····	303
第三节	西方国家职工持股法律制度比较及我国的立法实践·····	306
一、	美国职工持股计划 ESOP ·····	307
二、	日本的职工持股制度·····	310
三、	我国职工持股制度的立法实践·····	311
第四节	我国职工持股制度实践中的若干法律问题·····	312
一、	职工持股制度的法律虚位问题·····	312
二、	职工持股会的法律性质·····	313
三、	国外职工持股制度对我国的借鉴意义·····	315
第五节	我国职工持股制度建设与上市公司治理·····	319
一、	我国上市公司治理的现状·····	319
二、	职工持股制度对我国上市公司治理改善的积极意义·····	321

第十三章 独立董事——拿来的东西管用吗

第一节	独立董事的由来及发展趋势·····	326
一、	独立董事的由来及其外延的界定·····	326
二、	关于独立董事的“独立性”·····	329

三、	独立董事制度的发展趋势·····	332
第二节	国外独立董事制度的功能剖析·····	334
第三节	我国引进独立董事制度存在的障碍·····	339
一、	经济制度上的障碍·····	340
二、	法律制度上的障碍·····	341
第四节	独立董事与公司治理·····	342
一、	董事会内部责、权、利的配置·····	343
二、	独立董事和监事会之间监督权的配置·····	345
三、	独立董事权力（利）与责任的配置·····	348
第五节	完善我国上市公司独立董事制度的若干对策·····	352
一、	我国独立董事制度的实践操作·····	352
二、	我国独立董事制度建设存在的问题·····	353
三、	完善我国独立董事制度的若干对策·····	355

第十四章 上市公司中小股东权益保护的四道法律屏障

第一节	中小股东诉权之完善·····	359
一、	上市公司小股东权益受侵害的现状·····	359
二、	关于股东诉权条款立法缺陷分析·····	360
三、	设立股东派生诉讼制度·····	362
第二节	大股东的诚信义务与董事的忠实义务·····	369
一、	强化大股东的诚信义务·····	369
二、	董事忠实义务的法律内涵·····	370
第三节	完善公司表决制度·····	376
一、	建立累积投票权制度·····	376
二、	建立利害关系股东表决权回避制度·····	378
三、	建立类别股东大会决议制度·····	380
第四节	小股东知情权、召集权与提案权之保护·····	382
一、	切实保护小股东的知情权·····	382
二、	赋予小股东临时股东大会召集权·····	383
三、	赋予小股东股东大会提案权·····	385

第十五章 证券民事责任制度的建立势在必行

第一节	问题的提出	387
一、	我国证券民事责任制度的概念、立法现状及原因分析	387
二、	建立我国证券民事责任机制的必要性分析	388
第二节	我国证券民事责任制度建立的前提	390
第三节	西方国家民事责任制度的分析	392
一、	证券民事救济法法理基础	392
二、	西方证券民事责任机制比较及评析	394
第四节	我国证券民事责任的现状评析和制度设计	403
一、	法律现状及评析	403
二、	我国证券民事责任制度的设计	406

第十六章 证券市场国际化——不可阻挡的趋势

第一节	我国证券市场国际化的背景	414
第二节	各国证券市场国际化进程中的经验和启示	417
一、	各国证券市场国际化的实践经验	417
二、	证券市场国际化的经验总结及启示	418
第三节	证券市场国际化：我国海外证券融资与投资的法律问题	421
一、	我国海外证券融投资的意义及方式	421
二、	我国海外证券融投资的法律问题	426
第四节	证券市场国际化——我国证券市场对外开放的法律问题	429
一、	我国证券市场扩大对外开放的必要性和可能性	429
二、	我国证券市场对外开放的经济与法律障碍	432
三、	我国证券市场对外开放的战略选择及措施	435
参考文献		445

第 1 章

WTO 规则——证券市场法律 和政策走向的前提

第一节 WTO 有关金融服务的协议与中国的 证券市场开放承诺

一、WTO 有关金融服务的协议规则概览

(1) WTO 协议中有关国际收支和外汇安排的规定

WTO（世界贸易组织）从有利于自由贸易发展的角度探讨国际收支和外汇安排问题，主张各国的有关政策应有利于国与国之间贸易的正常发展，避免保护主义。同时，WTO 又注意与国际货币基金组织有关原则相协调，允许成员国在基金组织原则的框架内，选择国际收支调节政策和外汇管理政策。中国作为国际货币基金组织的成员国，承诺了该组织规定的成员国有义务，在国际收支和外汇安排方面已经或正在按照基金组织的有关原则和规定进行改革。从这个意义上说，世贸组织协议中有关国际收支和外汇安排的规定并不会对中国证券市场的现行体制造成新的直接冲击，至多是促进我们加快现行的外汇体制改革与宏观金融管理体制改革的步伐而已。

(2) 《服务贸易总协定》中有关金融服务业的规定

在 WTO 管辖的众多的 22 项协议中,对金融业开放有着最直接影响的当属 GATS (General Agreement on Trade in Services),即《服务贸易总协定》。作为乌拉圭回合谈判的产物,它将服务贸易纳入了贸易自由化的框架之中。其内容共分六大部分,计有 29 项条款。第一部分为范围与定义,它确定了《服务贸易总协定》的适用范围及服务贸易的定义。第二部分为一般义务与纪律,它规定了各成员的一般义务与原则,这些义务与原则是:最惠国待遇原则、透明度原则、国内规定(即国内的法律或规定不应影响服务贸易的正常进行)、保障收支平衡等。第三部分为具体承诺,它规定了各成员国开放服务部门具体承诺的义务,主要指市场准入、国民待遇两大条款。第四部分为逐步自由化,它规定各成员国尤其是发展中国家成员方服务贸易实施逐步自由化的原则与权利。第五部分为制度条款,它就成员国之间的争端解决及组织结构等问题作了规定。第六部分为最后条款。它对《服务贸易总协定》作了一些补充性的说明。

考察《服务贸易总协定》后,不难发现其基本原则有六项:最惠国待遇原则、透明度原则、发展中国家更多参与原则、市场准入原则、国民待遇原则、逐步自由化原则。在这六项原则中,最惠国待遇原则、透明度原则、发展中国家更多参与原则是一般性原则,各缔约方在所有的服务贸易领域都必须遵守,而市场准入原则、国民待遇原则、逐步自由化原则却是属于特定义务的范畴,需要各缔约方经过谈判达成具体承诺后才予以执行。这六项原则也是 WTO 今后制定具体的服务行业贸易自由化措施的基础。将这些原则具体应用到金融业之一的证券业,就是要求缔约国通过谈判使其证券市场对外开放。

(3)《金融服务贸易协议》(FSTA)中的规定

WTO 于 1997 年 12 月 13 日在日内瓦达成开放金融市场的协议,即《金融服务贸易协议》(FSTA, Agreement on Trade in Financial Service),并于 1999 年 3 月 1 日起生效。该协议旨在消除各国长期存在的银行、保险、证券业的贸易壁垒,确立多边的、开放的、统一的规则和政策。其内容包括:①各缔约国同意对外开放银行、保险、证券和金融信息市场;②允许外国在国内设立金融服务公司并按竞争原则运行;③外国公司享受同国内公司同等的进入市场的权利;④取消跨边界服务限制;⑤允许外国资本在本国投资项目中所占的比例超过 50%。在这项金融开放协议中,各签约国承诺将取消或减少对外国金融机构的限制。《金融服务贸易协议》被认为是多边贸易体制中具有里程碑意义的法律文件,WTO 的 105 个成员国作出了在金融服务领域开放市场的承诺,全球 95% 以上的金融服务贸易(其中包含全球 18 万

亿美元的证券资产交易)将处在这个协议的调整范围内,它将以前所未有的速度推进各国金融市场的开放。

二、中国证券市场开放的人世承诺

我国在2001年12月11日正式成为世贸组织成员,中国证监会于当日即公布了我国证券业对WTO承诺的主要内容,现归结如下:

(1) 交易形式

外国证券机构可以(不通过中方中介)直接从事B股交易;外国证券机构驻华代表处可以获得所有中国证券交易所的特别会员席位(所谓“特别会员”是适应加入WTO的需要而产生的,用以指经证券交易所核准的外国证券经营机构。与国内证券交易所会员相比,特别会员的主要特点是交易业务范围较小,目前仅局限于直接从事B股交易。在加入WTO之前,境外证券经营机构进行B股交易主要是通过特别经纪或特别席位两种方式来完成。特别经纪指境外证券经营机构通过国内其他交易所会员的席位完成报盘,并与境内会员进行清算。另外,交易所还推出了特别席位的做法,即在境外证券经营机构不是交易所会员的情况下,交易所给予境外证券经营机构专门从事B股交易的席位。在加入WTO后,国外证券机构驻华代表处可以申请成为交易所会员,即特别会员。那么,它们就能直接进行B股交易,并享受到比特别席位下更多的权利,同时履行更多的义务。目前,外国证券机构驻华代表处欲成为证券交易所特别会员的申请已可由证券交易所开始受理)。此外,可在入世后3年内,通过外资比例不超过1/3的合营公司直接交易B股、H股、政府债券和公司债券,包括新产品。

(2) 一级市场

通过外国股权占少数最高不超过1/3的合资券商,从事证券承销业务,包括承销A股、B股、H股、政府债券和公司债券,以及发起设立基金(新建合营从事证券承销业务的公司的设立办法已制定完毕,证监会近期可以受理有关申请)。

(3) 基金管理

允许外国机构设立合营公司,从事国内证券投资基金管理业务,但外资比例不超过33%,加入WTO后3年内,外资比例不得超过49%(新建合营从事证券投资基金管理公司的设立办法也已制定完毕,证监会近期可以受理有关申请)。

(4) 咨询服务

咨询服务及其他辅助性金融服务，包括信用查询与分析，投资与有价证券研究与咨询，公开收购，等等。

(5) 金融信息

通过跨境服务或商业存在方式，提供财务信息，数据处理和咨询，如投资组合研究和公司重组等业务。

若从《服务贸易总协定》对缔约国金融服务业开放所规定的特定义务角度来看，中国政府就证券市场开放这个领域在以下方面作出了可信的承诺：

——对于逐步自由化原则，中国坚持包括证券业在内的金融部门的开放必须循序渐进。在资本项目完全开放之前，外资全面进入证券市场的可能性不大。但最终会全面开放市场，使得外资能够从事中国证券市场中的一切业务。

——对于国民待遇原则，我国所作的承诺是：外国证券服务提供者可取得我国境内证券组织成员资格，进入任何形式的证券市场享有与本国证券服务提供者相同的待遇，包括投资品种、投资数量、投资比例等方面。若按《服务贸易总协定》（GATS）以提供方式为依据对服务贸易所作的划分，我国对以跨境交付、境外消费、商业存在这三种方式提供的证券服务均给予国民待遇。

——对于市场准入原则，我国所作的承诺是：确保在华外国证券服务提供者在取得证券服务方面享有最惠国待遇；允许外国证券服务提供者在华设立机构并有开业权；确保外国证券服务提供者在我国境内提供本国暂缺的任何形式的新型金融服务。

第二节 中国不能立即完全开放证券市场的原因

一、一个需要澄清的问题

证券业的对外开放和证券市场的对外开放这二者在概念上是否同一或者说在提法上能否通用？我们认为二者还是有着区别的。证券业的对外开放属于金融服务开放的范畴，证券市场的对外开放则不可避免地涉及资本账户开放问题。而金融服务开放不一定要要求资本账户开放。虽然金融服务开放在某