

中国人民大学金融法研究所 主办 中国银河证券有限责任公司 协办 郭锋 主编

SECURITIES LAW REVIEW

Finance Law Research Center
of Ren Min University of China Sponsor

Guo Feng Chief Editor

Volume 1, 2001
Volume 1

2001年第1期 总第1期

证 券 法 律 评 论

87.4-55

律 出 版 社

LAW PRESS • CHINA

图书在版编目(CIP)数据

证券法律评论. 2001年第1期/郭锋主编. —北京:
法律出版社, 2001. 9

ISBN 7-5036-3501-0

I. 证… II. 郭… III. ①证券市场-研究-中国
②证券法-研究-中国 IV. D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 052214 号

出版·发行/法律出版社
责任印制/李跃
印刷/北京朝阳北苑印刷厂
开本/A5

经销/新华书店
责任校对/何萍
印张/10.75 字数/283 千

版本/2001 年 9 月第 1 版

2001 年 9 月第 1 次印刷

社址/北京市西三环北路甲 105 号科原大厦 A 座 4 层(100037)

电子信箱/pholaw@public.bta.net.cn

电话/88414899 88414900(发行部) 88414121(总编室)

88414137(责任编辑)

出版声明/版权所有, 侵权必究。

书号: ISBN 7-5036-3501-0/D·3218

定价: 22.00 元

(如有缺页或倒装, 本社负责退换)

目 录

特约论坛

- 1 中国资本市场发展与监管的若干问题·梁定邦

学术专论

- 18 预测性信息披露与安全港制度·齐 斌
45 论上市公司的关联交易·唐晓东
74 上市公司协议收购与《证券法》的适用·汤 欣
95 少数股东权在股东大会中的行使与保护·郭 锋
109 论证券法中民事责任制度的完善·王利明
123 证券发行中不实陈述的民事责任研究·杨明宇

案例探讨

- 171 “默示同意,明示反对”的合法性·江 平
——郑百文“资产、债务重组方案”分析
174 郑百文“资产、债务重组方案”:法律视角的
评述·方流芳
189 “郑百文”事件法律评说·王欣新
——兼论上市公司退出机制
207 损害法律公正与投资者权益的重组·郭 锋

216	——兼谈“默示原则”的不合法性 绝路逢生的郑百文·傅 旻、姚 铮
	评论与建议
226	创业板的建立与《公司法》修改·刘纪鹏
230	创业企业的无形资产计价和财务风险·卢春泉
237	创业板市场中涉及到的几个法律问题·张德荣
	境外法苑
242	美国内幕交易的规则理论·王长河
	相邻学科
281	亚洲金融危机的成因与启示·聂庆平
315	中国股份经济的发展机制与创新机制·韩志国
	券商园地
328	试论国债立法的独立性·袁 东
	其 他
334	学术简讯

Contents

Special Contribution

- Several Comments on the Development and Supervision
of Securities Market in China *Liang Ding Bang* (1)

Academic Forum

- Forward Looking Information Disclosure and Safe
Harbour Regime *Qi Bin* (18)
Related Transactions Committed by Listed
Company *Tang Xiao Dong* (45)
Agreed Acquisition by Listed Companies and the
Application of the Securities Law *Tang Xin* (74)
The Performance and the Protection of the Mi-
nority Shareholders in General Meeting of
Shareholders *Guo Feng* (95)
Improving the Civil Liability Regime in Securities
Law *Wang Li Ming* (109)
An Research on Civil Liability of Misrepresentation in
Issuance of Securities *Yang Ming Yu* (123)

Case Study

- The Legality of “Agree by Silence; Object
Explicitly” *Jiang Ping* (171)
Case Study on the Restructuring the Assets and

- Debts of Zheng Bai Wen: Comments from
Legal Point of View *Fang Liu Fang* (174)
- Legal Comments on Zheng Bai Wen Case
..... *Wang Xin Xin* (189)
- Reorganization, Which Violate the Interests of In-
vestors and Stain the Principle of Legal Fairness :
supplemented by the topic of illegality of the princi-
ple "agree by silence" *Guo Feng* (207)
- Zheng Bai Wen which is Unexpected Rescued from a
Desperate Situation *Fu Min, Yao Zheng* (216)

Comments and Suggestions

- Speculation and Suggestions the Establishment of the
Second Board Market *Liu Ji Peng* (226)
- The Evaluation of the Intangible Property of the
Growing Enterprise and the Financial Risks
..... *Lu Chun Quan* (230)
- Several Legal Questions Concerning with the Second
Board Market *Zhang De Rong* (237)

Foreign Law Study

- Basic Theories Relating to Insider Dealings in the
United States *Wang Chang He* (242)

Other Social Science

- The Causation and Enlightenment of the Asian
Financial Crisis *Nie Qing Ping* (281)
- Development Mechanism and Innovation Mechanism
of China Shareholding Economy *Han Zhi Guo* (315)

Securities Companies

The Independency of the State Debt Securities

Legislation *Yuan Dong* (328)**Others**

Brief News on Academy (334)

中国资本市场发展与监管的若干问题

梁定邦(中国证券监督管理委员会)

一、关于中国资本市场的发展

(一)发达国家的经验

任何一个高速增长的经济体都面临一个挑战,就是如何更有效地将储蓄转化为经济增长所需的投资。发达国家已经很成功地达到了这个目标。美国在 1999 年实现近 6% 的增长主要是因为其储蓄的一大部分能够转化为增长性的投资。所有发展中经济都热切盼望获得同样成功,像发达国家一样能将储蓄导向具有增长潜力的企业。我国自 1978 年以来 GDP 增长了 6 倍,实际上应该归因于在过去体制中未被释放出来的生产力。但是正如我们在过去 10 年所看到的,国民储蓄中相当大的一部分没有找到流向具有长期可持续发展潜力的企业渠道。如果我们希望能保持现在的增长率,必须找到一个方法使国民储蓄的大部分真正流向应该得到资金的企业。一个有效的资本市场是实现这个目标的惟一保证。

(二)国内资本市场的发展

为了研究如何才能实现这一目标,首先让我们回顾一下迄今为止所取得的成就。自上世纪 50 年代以来,国内资本市场只有国债和少量的金融机构债券,资本市场的主要组成部分即股票市场直到 80 年代才出现。当时一些省份立法开始进行公司制的试点,在地方注

册的公司可以向公众发行股票。向公众发行股票必须有一个卖掉的渠道,于是各地成立了许多证券交易中心。这些交易中心的行情报价系统和结算系统容量都非常小,所以价格不够透明,经纪商和其客户也得不到应有的保护。深圳证券交易所和上海证券交易所于1990年成立,技术先进,可以处理不断增长的交易量,价格也非常透明。与这两个交易所连接的结算系统经过这些年的运行也证明能处理很大的交易量,所以吸引了大部分的证券交易。两个交易所的总市值现已达到3万亿元人民币,不过其流通市值大约只有这个数字的1/3,原因是在交易所上市的1000余家公司有2/3的股份属于未上市的不可流通股。1万亿元相当于GDP的12.5%。发达国家的股票市场市值均已大大超过了其GDP的100%,所以资本市场在我国的作用是相对较小的。我国企业的资本或者来自直接投资,或者来自银行贷款。1998年银行贷款为86524亿元,相当于GDP的108.76%,这个数字大于发达国家的89%,而这些国家的股票市场平均市值远远超过了这个数字。这些数字显示,发达国家资本市场所发挥的作用远比我国的大。它们的金融市场非常发达,所以其资本配置的效率很高。

(三)资本市场的作用

关于资本市场在经济发展中的作用已经有很多详细的研究。这些研究都认为资本市场确实对经济增长有正面作用,而且这种作用随透明度增大和投资者保护增强而增大。最近的一个研究提供了有力的证据,证明资本市场之所以能促进经济增长,其原因就在于有效的资本市场有助于社会资源的有效配置。在资本市场发达的国家,有明显增长能力的产业得到的资金远比衰退产业多。根据上述研究判断我国的情况,很明显我国市场离有效资本配置的水平还相距甚远。仅仅粗略地看一下我国内地两个交易所1000多家上市公司的情况就可以知道,有太多的企业没有长期可持续增长的能力。事实上连续2年或3年亏损的公司越来越多,1999年约有1/3的上市公司经会计师审计后被出具了有保留的审计意见。

(四) 美国学者的观点

美国经济历史学家恩格斯·麦迪逊教授通过对从唐朝到今天的中国经济发展状况的研究,预言中国的经济发展能力将继续维持,如果以 1990 年的货币比价水平为基准并扣除通胀和通缩的因素,到 2015 年中国每年的经济增长将为 7.5%,届时中国的 GDP 将达到和美国同样的规模,不过人均 GDP 则只有美国的 1%。麦迪逊同时认为,要达到上述的发展目标,中国必须做好三件事:包括资本市场在内的金融制度要因应世界的水平发展、国企要进行重大改革、税收制度要有重大的调整和发展。而这三者相互之间又是息息相关的。

麦迪逊的上述研究代表了一种对中国经济比较公允客观的看法,所提出的三个条件也是合理的。而从金融制度方面来看,我国亟待完善的地方还有很多,比如企业融资途径单一就是一个突出的例子。除了上市公司外,我国企业对银行贷款的依赖度相当高。1998 年国际清算银行报告的统计显示,中国的银行贷款相当于 GDP 的 97% 左右;而在工业化国家,企业的资金来源就要均衡得多,企业从银行获取的贷款和从资本市场所筹得资金的比例相差不多。

(五) 融资途径单一的弊端

融资途径单一所带来的市场后果不能不引起警惕。如果一个国家的融资过于依赖银行,风险就会累积得太高。相对于资本市场而言,银行对企业监督的有效性是很低的。因为银行对企业放贷是两个组织之间的关系,同时这一过程往往又控制在少数几个经办人手里,而且贷款是商业秘密,他人无从得知。企业如果经营不善常常会借新债还旧债,这样日积月累就会积聚巨大的风险。

日本银行界近年的颓势主要就根源于此,这通过亚洲金融危机的放大使不少国家吃足了苦头。从 1997 年到 1998 年底,从亚洲新兴市场撤出的资金高过 1000 亿美元,主要流回了日本。因为日本银行界在前些年的盲目放贷中出了不少问题,继任的银行家们为了保住银行纷纷从海外收回资金,这对处于危机中的其他国家的打击是相当沉重的。

(六)分业经营的潮流

从国际潮流来看,银行本身的角色定位近来也不断改变。过去银行靠息差生存,但由于竞争越来越激烈,息差越来越低,而风险却越来越高,于是不得不拓展其他业务,为客户提供全方位的金融服务,比如清算、代人理财和做托管网络等。其实,国内的许多银行家也有类似的想法,由于《商业银行法》有分业经营的限制,银行不许从事证券市场等方面的业务;但是,商业银行要跟上国际潮流和资本市场接轨绕不开这一法律障碍。现在,保单正在逐步演变成为一种投资工具,与基金的投资组合已经相去不远。而这种金融市场的一体化会不断冲击我们的市场结构,促使我们对现有的法律框架作适当的校正。这样的改变也许在数年之后,也许在一两年后就会发生。

(七)金融衍生工具的发展

除了股票,基金在资本市场也是不可或缺的成员。市场要扩容,需要一大批机构投资者。但现在市场上的基金都是封闭式基金,由于种种原因,开放式基金迟迟出不来,这样的市场是不完整的。这又和另一个问题连在一起了,那就是我们现在几乎没有金融期货与期权等避险工具。经过“3·27事件”后,金融期货等衍生金融工具被禁止了,但如果没有它们市场就很难扩容,因为开放式基金对它们的需求非常迫切。我们现在还处于资本市场的初级阶段,下一步要仔细琢磨如何在充分管理风险的情况下,把衍生工具逐步引入市场。金融一体化在下一步扩容中的作用和位置要好好考虑清楚,银行、证券和保险三类业务和机构的市场位置该如何布局,以及三个监管机构如何协调交流,这对提高市场运作的效率都是至关重要的。

二、关于规范公司治理结构

保证好公司进入市场只是一个开端。进入市场后,公司必须以所有者即股东的利益为中心,对市场负责。因此,规范公司治理结构对资本市场的发展非常重要。规范的公司治理意味着公司所有者即

股东可以随时动用有效的手段要求他们所拥有的公司提供合理的投资回报。这就要求管理层和董事会在制定任何经营决策时,都必须在平衡风险和回报的条件下从公司的最大利益出发。要求董事和管理人员必须将公司利益置于他们个人利益之上。为保证股东监察自己的投资,必须定期向其提供关于公司现状和未来的完整公正的信息。股东为了监督管理层也应该用知识武装他们自己。在大股东可以影响董事人选的公司里,大股东必须注意不要将他们的自身利益凌驾于公司利益之上。这些原则实际上在《公司法》第6条中已有规定。

但是,对上市公司治理的调查表明理论和实践是两码事。一般人都相信企业法人代表(即董事长)的权力,但这是对法律的一种误解。法人代表,正如其名称所显示的,是代表公司处理公司对外事务的。而法人代表的决策权则是董事会赋予他的。在任何公司都应该有一个授权机制,并应引入外部(非执行)董事制度,这样当某些董事出现利益冲突时,其他人可以从独立的角度为公司决策。我们还需要为上市和非上市公司制订《公司治理守则》,这是一个必须做而且将要做的结构改革。但这才只是开始。下一步还应该做三件事:完善收购合并制度;使上市公司类别股份合理化;完善《公司法》。在一个足够透明的市场里,经营不善的公司会成为收购兼并的目标。同时,经营良好的公司为寻求业务发展也在寻找收购兼并目标。1993年《股票发行与交易管理暂行条例》有一部分对收购进行了规定。这一部分以香港《收购合并守则》为蓝本,要求任何以获得公司控制权为目的的收购人,必须以收购前6个月的平均价格向公司全体股东发出收购要约。因为以获得控制权为目的的收购肯定会涉及公司的国有大股东,而且肯定需要新的大股东注入资金,到目前为止,中国证监会都豁免了这些收购人的要约义务。《证券法》允许通过交易所交易获得一个上市公司30%以上股份时可以采取部分要约的方式,从而降低了并购成本。新规定主要强调了新进入大股东的信息披露,所以更接近于美国的管理办法而非香港的《收购合并守则》。

对透明度的这种要求实际上有助于市场更加了解上市公司及其控股股东。一部收购守则对我国是非常重要的,明确市场在促进上市公司提高质量方面所能起到的关键作用以后,才能促进收购兼并活动。

三、关于额度管理与监管机制改革

实施额度管理的初衷是要让企业有秩序地进入市场。但是因为额度给了地方政府,结果是由地方政府决定谁能作为上市候选人。因为拥有提名候选人的权力,地方政府趋向于选择他们所控制的急需资金的企业,而很少考虑这些企业未来是否具有生存能力。经营成功的企业通常并不急需资金,因而也被认为不需要进入资本市场。由于企业可以包装上市,就更不愿意考虑上市公司的长期生存能力了。在上市实行开放制的其他市场里,经过包装的企业很容易被识别出来。但是由于我国上市采取额度控制的办法,市场只能被迫接受分配给它的东西而没有其他选择。但是即使取消额度管理制度,在理论上将选择权交给投资者,应该得到资金的企业是否真能得到所需的资金仍然值得怀疑。

经过数年的运行,现在已经形成了一种在股票供给和二级市场需求之间取得平衡的管理机制。例如,当二级市场相对沉寂时,就对发行股票上市的公司数量进行控制,以保证不会因股票过度供给而对相对低沉的二级市场造成冲击。这种供求平衡管理像是对汇率管理的沿袭,即在事先确定的汇率幅度之内对汇率进行干预。这种方法作为货币政策可能是有效的,但是将之应用于股票市场时,则通过维持股票供给的衡缺性而使额度管理制度得到延续。这种方法不仅阻碍了好企业进入市场,而且产生了一种市场预期,觉得发行价格必须足够低,股票才能发得出去。所以承销商对采取竞争性的价格没有积极性。这可能是发行价一直偏低的原因。过去3年的发行价格平均大约只有交易首日收盘价的一半。尽管《证券法》第28条规定发行价格由发行人与承销的证券公司协商确定并报监管机构核准,

低价发行仍然存在。其结果是形成了两个互相背离的市场：受资金成本驱动的一级市场和受股票稀缺性控制的二级市场。因利率下调，资金成本下降，发行价又持续偏低，资金根本不愿意离开一级市场。将一级市场的一部分配售给上市公司流通股持有者的做法可能可以照顾到二级市场的利益。但是这只是增加了二级市场稀缺股票换手率，提升了股票价格，并没有解决根本问题：即我们的体制是否最有效地保证了资本流向最需要的公司。答案并不在于制造更多的控制环节而是如何减少控制环节。

监管机构在推行市场化改革中已废除了股票发行的额度管理。这样，市场可以对公开发行的股票合理定价，从而区分应该得到资金的公司和不应该得到资金的公司。监管者可以考虑在发行中只履行核查法律和信息披露方面是否合规的职责。《证券法》已经以“核准”一词暗示了这一职责。在根据《证券法》第28条履行“核准”职责时，监管者可以考虑只在极端的情况下介入，例如，承销商将一只股票发行价定得过高或过低、严重偏离市场正常情况，且对其不负责任的做法没有合理的解释时。公司上市的时间以及在哪家交易所上市应由发行人和承销商决定。上市企业过于集中时，可由交易所与各承销商协调上市程序。发行方式应该多样化，现行发行方式应该至少扩大到投标建档(bookbuilding)和计算机拍卖方式。还应该考虑是否有必要仿效香港要求股票申购人先交款的方式，台湾地区早已取消了这种做法，但仍能保证市场的公平和秩序。从长远看，也许我们应该考虑允许发行人和承销商在报经监管机构批准后自行决定将几种发行方式混合使用，目的是获得最好的发行价格。换言之，监管机构在每个具体发行中允许发行人和承销商决定发行方式，而只保留在市场的公平有序性受到侵害时进行否决的权力。这既能发挥承销商的创造性，又不失市场的有序性。

监管机构要提高发现违规操作的行为的能力。下一步，证监会的监察系统跟两个交易所的监察系统将进一步衔接，以提高发现不当行为的能力。要进入常规监管阶段，并实施巡回检查。另外，证监

会本身的调查权力也需要明确。现在调查权力不明朗,尤其是现金流的调查。反过来说,应重视证监会本身受法律监督及工作透明度问题。但还要强调,仅靠证监会来监管市场是不够的。业界本身要作市场的第一看门人。

四、关于上市公司的经营业绩

《公司法》规定只有最近3年连续盈利且股本总额不少于人民币5000万元的公司才能上市,从而使国有企业处于更加突出的地位。能符合这条要求的私有企业非常少。《公司法》还规定原国有企业依公司法改建而设立的,或者公司法实施后新组建成立的,其主要发起人为国有大中型企业的,以前的盈利记录可以连续计算。这条规定使得国有企业可以专门为上市而组建,并使所谓的“包装上市”成风。

即使从破坏性最小的层面看,这种趋向使一些边缘企业或专为上市而组建的企业得以进入资本市场。这些企业一般连一个认真考虑过的经营模式都没有,如何能成为将来的赢家?《公司法》中3年连续盈利的要求是从发达国家股票交易所上市规定中抄过来的,这些市场规定企业必须连续3年在同样的所有者和管理层之下。投资者投资的是企业的未来,他们判断的基础是在过去3年内同样的大股东和管理层是如何经营的。我国投资者实际上无法得到这种信息进行判断,因为国有企业可以通过“包装”上市,3年连续盈利基本没有很大意义。从破坏性较大的层面看,由于经营记录没有主线,所以通过“包装”掩盖问题非常容易。因为上市的好处极大,所以肯定会有试图掩盖真相或虚假审计或欺诈现象发生。成都红光和海南琼民源事件中反映出的问题就与《公司法》对连续3年盈利记录的要求有关。

为了缓解“包装”引起的问题,去年开始实施一种新办法,要求国有企业改制以后或为上市而新组建的公司必须经过一年运营方可上市。在此期间拟上市公司的董事和高级管理人员需由主承销商进行

辅导。高新技术企业不在此项规定之列。尽管辅导可以帮助拟上市公司的董事和高级管理人员了解他们的责任,但这并不能保证投资者能够在“包装”过的公司和具有持续经营记录并有明确经营目标的公司之间进行判断抉择。美国等一些成熟市场并不要求公开招股的公司有持续盈利记录。市场对没有3年经营记录的公司和没有足够明确的经营目标的公司评价很低,或因为风险太高而肯定不被承销商看好。与之相反,经营记录良好或经营目标明确的企业得到的评价很高,而且更容易为承销商接受。

五、对证券公司的监管

在每一个资本市场中介机构都起着中心的作用,交易通过中介机构完成,资本通过中介机构筹集,中介机构因此成为资本市场的守门员。每一个市场都把确保市场合法守规的责任赋予中介机构。主要发达国家的市场如美国 and 伦敦市场的发展和繁荣与其中介机构具有合法守规的文化是分不开的。这种文化实际上已经成为市场的道德规范,正是这种道德规范的持续作用才形成了对这些市场的普遍信心以及对这些市场的普遍利用。

为了保持经济持续增长,我们迫切希望并且必须拥有一个较重要的资本市场,为此,就必须确保强化证券公司的监管体制。目前,我国有90家证券公司和由信托投资公司拥有的200多家证券营业部。后者已与其母公司脱钩,或者转为证券公司或者被现有的证券公司合并。《证券法》要求对证券公司颁发营业许可,并进行资本充足化管理。该法律特别规定了对客户交易结算资金和证券公司资金要分户管理。具体细则则留待监管机构具体制定。在起草具体法规方面已经做了大量工作,很快将要相继出台。这些法规标志着对证券公司监管开始向细化的方向发展。以这个起点为基础,还需要做以下工作:制定与国际管理理念接轨的规则,保证证券公司不断有充足的资本应对其可能面临的风险;建立一个报告机制,要求证券公司

定期向监管机构报告其资金头寸和风险;在监管机构内部建立一个监测系统,监视市场和个别机构的风险。建立一个检查和咨询系统,以保证证券公司遵纪守法。

执行《证券法》和实施其他法规细则需要所有证券公司和监管机构的不懈努力,但更重要的是证券公司必须用一定的资金补足以前挪用的客户交易结算资金(客户保证金),并解决现存的所有风险问题。不久前公布的允许证券公司以自营股票进行质押贷款的规定有利于缓和证券公司的现金流问题,但还不能替代股权融资或其他长期资本融资。一些证券公司已经筹集了比较充裕的资本金以应对它们面临的风险。但是为了支持公司成长和创新,特别是应对实力雄厚的大型跨国证券公司的竞争压力,还应该允许经过规范并按《公司法》的规定能够进入资本市场的证券公司进场融资。

六、关于投资者队伍的多元化

市场要优化就必须容纳多方面的投资者。现在市场上只有十几只基金,资金规模约有300—400亿元,只占市值的1%左右;其他的大多是散户,他们能够动用的资金很少,这不利于市场的稳健发展。法人应当成为市场的主要参与者,国企能够买卖股票是必要的一步,但在操作方式方面还有待进一步探讨。美国通用金融公司可以成为一些大企业理财的一种参考,它原来只是通用电气的内部财务公司,现在已经发展成了世界上最大的投资者之一。不过,它们要参与市场运作,需要很多金融工具,否则就难以满足其长期和短期的财务要求。此外,保险和退休基金也可以成为市场的长期投资人。老龄人口增加是我国人口发展的必然趋势。如果年龄超过50岁的人占人口的一半以上,显然会超出国家的承受力,也不可能完全寄希望于银行存款利息的增加,必须寻找能够保值并能不断增长的投资,以此建立新的退休保障制度,而退休制度的改革必须要和资本市场的发展紧密结合起来。