



新兴资本市场的 制度创新 和规范研究

孙 铮 编著
全 泽
胡永青



上海财经大学出版社



新兴资本市场的

制度创新和规范研究

主编 王 强
副主编 王 强
编 王 强

中国社会科学出版社

新兴资本市场的制度创新 和 规范研究

孙 铮 全 泽 胡永青 编著



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

新兴资本市场的制度创新和规范研究/孙铮,全泽,胡永青编著.
—上海:上海财经大学出版社,2005.4
ISBN 7-81098-313-X/F·278

I. 新… II. ①孙…②全…③胡… III. 资本市场-研究-中国
IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 013762 号

XINXING ZIBEN SHICHANG DE ZHIDU CHUANGXIN HE GUIFAN YANJIU

新兴资本市场的制度创新和规范研究

孙 铮 全 泽 胡永青 编著

责任编辑 李志浩 封面设计 优典工作室

上海财经大学出版社出版发行

(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷

上海叶大装订厂装订

2005 年 4 月第 1 版 2005 年 4 月第 1 次印刷

850mm×1168mm 1/32 12.375 印张 321 千字

印数 0 001—1 500 定价:28.00 元

**教育部人文社会科学研究项目
项目批准号： 01JA790032**

前 言

1999年年底,全球股票市值首次超过全球国民生产总值,标志着全球虚拟化经济时代的来临,资本市场在国民经济发展中的地位和作用日益凸现。我国改革开放后的资本市场作为一个从计划经济脱胎而来的新兴市场,经过十几年的发展,无论是市场规模,还是在社会主义市场经济体系中的地位以及在推动国民经济成长中的作用,都得到了极大的提升,但是在资本市场发展之原动力的规范和创新方面,尚存在种种不足,没能满足我国国民经济快速发展之需要,本书以此为背景,着重研究了我国资本市场的制度创新和规范研究。

本书分三篇,共十二章,由全泽、胡永青执笔,孙铮对全书进行了修正和总纂。本书是教育部人文社会科学研究项目——新兴资本市场的制度创新和规范研究(项目批准号:01JA790032)的核心成果,同时也得到教育部高校青年教师奖的资助。

本书的上篇研究了我国主板市场的规范和制度创新,共五章,分别对我国现有的发行市场、交易市场、信息披露与监管制度、退市制度和公司治理制度进行了分析和论述,认为我国证券市场经过十几年的健康发展,适时推出创新机制是必要的,也是可行的。第一章论述了发行市场的制度创新和规范研究,对股票发行方式提出逐渐淡出上网定价发行、有限度地使用网上累计投标发行定价,最终形成上网竞价发行定价方式,于适当时候可以考虑采取我国香港市场的混合招股模式;第二章论述了交易市场的制度创新

和规范研究,分析了交易费用对交易的影响并论述了统一指数的意义;第三章论述了信息披露、监管制度的规范研究和制度创新,主要介绍海外会计准则的制定模式,提出了“民间制定、政府认可”的准则制定机构和“专家制定、各界咨询”的准则制定程序,有效保证准则的公平性和前瞻性,并加大违规信息披露的处罚力度,以提升上市公司财务信息的质量;第四章论述了退市制度,主要分析了建立退市制度的意义、必要程序及其由此引发的一系列问题,并提出了相应的对策;第五章研究了上市公司的治理结构,主要介绍了海外成熟市场公司治理的成功经验,对我国目前上市公司治理问题中存在的问题进行剖析,并提出相应的解决方案。

中篇研究了非主板市场的规范和制度创新,共两章,分别对我国正在讨论的二板市场和场外交易市场进行分析,提出了我国在现阶段不宜推出二板市场的观点,同时我国应加强场外交易市场的开发和创新力度,使之成为主板市场的有效补充。第六章对二板市场的制度作了研究,通过分析海内外二板市场的成败经验,认为在我国现阶段不适宜推出二板市场;第七章对场外交易市场的制度作了研究,认为我国现阶段应加大场外交易市场的推出力度,使之成为我国主板市场的有力补充。

下篇对我国证券市场监管和制度创新的相关专题进行了研究,共五章,内容有我国股指期货、发展机构投资者、证券民事损害赔偿制度、债券市场发展及美国公司丑闻。

本书旨在为完善我国资本市场提供理论和实践上的参考,但囿于作者的视野和经验有限,难免夹杂一些不足,敬请诸位批评指正。

最后,感谢教育部人文社会科学研究规划基金项目对本书的支持和指导。

作者

2004年国庆节于上海财经大学

目 录

上篇 主板市场的规范研究与制度创新

第一章 发行市场制度研究	3
第一节 我国资本市场发行制度的演变进程	3
第二节 我国资本市场发行制度面临的问题剖析	25
第三节 发行制度创新的路径和方向	30
第二章 交易市场制度研究	39
第一节 市场交易机制研究	39
第二节 统一指数研究	49
第三章 信息披露及监管制度研究	75
第一节 信息披露制度创新和规范研究	75
第二节 证券信息披露中的监管制度研究	130
第三节 提高上市公司财务信息质量的必由之路	143
第四章 退市制度研究——兼谈 PT 水仙案例	148
第一节 我国退市制度推出的背景	148
第二节 PT 水仙退市的案例研究	167

第三节 退市制度的完善和创新	174
第五章 上市公司治理结构研究	183
第一节 欧美公司治理结构理论概述	183
第二节 公司治理结构的完善	190
第三节 我国上市公司治理存在的问题	208
第四节 我国上市公司治理结构优化的建议	220

中篇 非主板市场的规范研究与制度创新

第六章 二板市场制度研究	233
第一节 二板市场在世界上的发展概况	233
第二节 二板市场的特点	239
第三节 国内二板市场的推出背景及进展	241
第四节 二板市场的制度风险	248
第七章 场外交易市场制度研究	254
第一节 海外场外交易市场发展概况	254
第二节 我国场外交易市场的发展历程与现状	260
第三节 完善场外交易市场的特殊意义	265
第四节 完善场外交易市场的制度建议	272

下篇 有关证券市场规范研究和制度创新的相关专题

第八章 股指期货研究	281
第一节 股指期货简介	281
第二节 海外股指期货的发展	286
第三节 股指期货的交易行为分析	293

第四节	我国引入股指期货对市场的利弊分析·····	298
第五节	我国股指期货的初步设计建议·····	302
第六节	有关股指期货需要注意的问题·····	305
第九章	发展机构投资者研究·····	308
第一节	中外证券市场上机构投资者的发展·····	308
第二节	机构投资者的市场功能·····	312
第三节	理性分析我国机构投资者的引入问题·····	320
第四节	在既成事实的情况下更好地发展机构投资者·····	321
第十章	证券民事损害赔偿制度研究·····	325
第一节	引入民事赔偿对我国证券市场的意义·····	325
第二节	美国证券民事赔偿制度的发展历程·····	327
第三节	美国证券民事赔偿制度基本条款·····	331
第四节	民事赔偿在我国的司法实践·····	335
第五节	我国证券民事赔偿的司法难题及其建议·····	337
第十一章	债券市场发展研究·····	346
第一节	我国债券市场发展的现状分析·····	346
第二节	债券市场历史发展的启示·····	354
第三节	大力发展债券市场的建议·····	355
第十二章	美国公司丑闻研究·····	366
第一节	安然公司简介·····	366
第二节	安然公司财务问题·····	367
第三节	安然公司财务造假的主要原因·····	369
第四节	美国公司丑闻的直接影响·····	375
第五节	对我国证券市场信息披露及监管制度的建议·····	383

上篇 主板市场的规范 研究与制度创新

我国现有资本市场(以下称为主板市场)作为一个从计划经济中脱胎而来的新兴市场,经过十几年发展,无论是市场规模和市场深化程度,还是在社会主义市场经济体系中的地位以及在推动国民经济成长中的作用,都得到了极大的提升。截止到2002年12月31日,我国境内上市公司已达1 224家,投资者开户数约6 884万户,其中:个人开户数6 639万户,占全国总人口的5%;全国有证券公司126家,资产总额5 700多亿元;基金管理公司十几家,管理着证券投资基金71只,资金总规模超过1 300亿元;沪深两地证券市场总市值3.83万亿元人民币,市值达到当年GDP的38%^①。

① 数据来源:中国证券监督管理委员会网站。

第一章 发行市场制度研究

发行市场是指证券从发行人通过证券中介机构出售到投资者手中的市场,又称为一级市场。发行市场作为证券市场的前提,是证券流通的基础,一个有效的发行市场能够为流通市场的活跃带来保障;与此相对的是,欠发达或者监管缺位的发行市场则会使得流通市场陷入低迷。所以,发行市场的制度完善与否事关整个市场的发育成熟程度,由此,证券发行制度的变革往往成为流通市场格局演变的前奏,也就成为了市场关注的焦点。

第一节 我国资本市场发行制度的演变进程

一、股票市场发行制度的变迁

股票市场是我国企业通过证券市场进行融资的主要渠道,也是发行方式变革最为频繁、最能体现中国资本市场改革方向的地方,所以我们把它放在一开始进行分析。综观整个发行制度的演变历史,我们认为依据政府介入监管的程度大小,可以将整个进程分为四个阶段:

(一)地方试点、自行掌控的阶段(1984年~1990年)

一般认为,我国证券市场的正规起点是以1990年12月的上海证券交易所成立为标志的,而实际上早在80年代初,就有北京和上海的地方企业开始尝试发行一些股票,比如说1984年9月,

北京天桥百货股份公司发行了定期 3 年的股票,尽管极不规范,但出现了股份制公司的雏形,后来上海的飞乐音响、真空电子和延中实业向社会公开发行股票,深圳的五家公司深发展、深安达、深原野、金田和万科也公开招股,使得股份制试点在中国三个城市广泛铺开^①,成了推进社会主义市场经济体制建设的铺路先锋。

1989 年,国务院确定深圳、上海作为我国股票市场的两个试点城市,进一步带动了股票发行市场的规范化进程。但是直到 1990 年 12 月上海证券交易所和 1991 年 2 月深圳证券交易所正式成立之前,有关股票发行的全国性规范法规还没有制定实施,一般都是由地方政府和企业主管部门制定试点企业实施办法,组织本地重点企业发行股票,进行股份制试点。1986 年 10 月深圳市政府制定了《深圳经济特区国营企业股份化试点的暂行规定》^②,就对在进行股份制实践中出现的不规范操作进行了限制,以加强对入股集资的管理,上海市也制定了类似的法规。遵循“摸着石头过河”的改革方针,这期间股票试点工作均是在地方城市逐步展开,由地方政府主导,企业主管部门亲自制定一系列规定,以规范市场行为,因此当时的股份制改造不可避免地带上了很深的地方政府烙印。

(二) 额度控制、审核管理的阶段(1990 年~1995 年)

自上海、深圳两地证券交易所设立以来,我国的新股发行一直实行“额度控制”的管理办法,其依据是 1993 年 4 月国务院公布的《股票发行与交易管理暂行条例》的规定:“在国家下达的发行规模内地方政府对地方企业的发行申请进行审批,中央企业主管部门在与申请人所在地方政府协商后对中央企业的发行申请进行审批;地方政府、中央企业主管部门应当自收到发行申请之日起三十

① 郑振龙:《中国证券发展简史》,经济科学出版社 2000 年版。

② 何虎生:《中国新脑筋》,甘肃文化出版社 1998 年版。

个工作日内作出审批决定,并抄报证券委。”实践中其一般做法是:证券主管部门先订出一个总盘子(即全年总的发行规模),然后分解给各省市(块块)及各部委(条条),各省市及各部委再在所辖范围内选择企业上报证监会,待批准后即可发行股票,发行后再到证券交易所(上海或深圳)递交申报材料,批准后即可挂牌上市。

实行“额度控制”,有其客观原因:其一,在新一轮的经济高涨中,各地受迅速发展本地区经济的内在冲动驱使,有着强烈的通过发行股票来筹集资金的要求。在这种条件下,不实行“额度控制”,将导致全国范围内的股票发行混乱,给投资者造成严重损失,甚至危及社会生活秩序。其二,市场的制度建设刚刚开始,与股票发行相关的法律法规尚未出台;会计师事务所、律师事务所、资产评估机构及相关咨询机构等中介机构对他们在股票发行中的职责及业务尚不通晓熟悉;即便是股份公司,对股票发行将给公司运作带来怎样的深刻变化也还认识不足。这样,若不控制股票的发行速度、给市场的制度建设提供必要的时间和空间,必将限制证券市场的长期发展;而在“控制股票的发行速度”可选择的方案中,“额度控制”是最合适的。

但是,从几年的实践看,“额度控制”也有许多缺陷:

(1)不利于股份公司的规范化。其一,一些企业不重视自身的规范化建设,把主要精力放在争“额度”上;其二,一些证券经营机构及其他中介机构在争取承销权等业务中,不重视企业的质量,只关心是否有“额度”。这种状况的延续,通过示范效应,不仅影响了准备发行股票的企业的规范化建设,而且影响了上市公司的规范化建设。

(2)不利于发行市场的正常竞争。1993年底,为了争取在新的“额度”中的份额增加,一些地方政府和企业提出了“要用比以往争计划大十倍的干劲争额度”。另一方面,证券经营机构及其他中介机构,为了得到承销等业务,将目标集中于有“额度”的企业,常

常发生一家企业由几家乃至十几家券商竞相争夺承销权的现象。在竞争“攻关”中,经济的和非经济的、正当的和不正当的、合法的和非法的,各种方法都用,严重影响了市场竞争的正常秩序。

(3)不利于国有股、法人股与社会公众股的并轨。国有股、法人股与社会公众股的划分,最初是为了明确股权性质,维护股份公司中的公有制地位。在1992年以前,并无国有股、法人股不能进入交易市场的规定;1994年7月开始实施的《公司法》中也无类似规定。国有股、法人股难以进入交易市场的原因很多,“额度控制”是一重要方面。到1995年底,上市公司的国有股、法人股已达600亿股以上,大大超过“额度”数量^①;这部分股票若可上市,则“额度控制”的意义将大打折扣。因此,只要还实行“额度控制”,这个问题的解决就很难顺利进行。国有股、法人股不进入交易市场,股权平等、《公司法》的落实、股市的规范化等都将受到限制。

(4)不利于股票交易市场的规范化建设。在“额度控制”下,各地方、部委受“额度”限制,面对“僧多粥少”的格局,为协调矛盾,只好“撒胡椒面”,1亿元的“额度”上2~3家企业,5000万元的“额度”也上2~3家企业;一些规模较大的企业,为了适应“额度”要求,只好拿出一个车间或分支机构进行改组;由此,使得相当一批上市公司规模过小。股票交易市场中的价格波动频繁、投机行为过强、“庄家”做市等都与上市公司的规模过小密切相关。

(5)不利于我国股市与国际股市的接轨。实行“额度控制”,执行的是计划经济机制。它意味着我国股票市场仍受传统体制严重影响,与市场经济的运行规则还有相当的距离;而国际股市贯彻的是市场经济原则,这样,我国股市要实现与国际接轨就将遇到诸多的问题。且不论股票衍生产品,就是普通股的发行、上市和交易也将由于规则不同而难以接轨。我国目前A股和B股的市场表现

^① 郑振龙:《中国证券发展简史》,经济科学出版社2000年版。

不尽相同,并轨问题迟迟不能解决,一个重要原因即在此。

(三)松动额度、逐步放开的阶段(1996年~1999年)

这一阶段开始的标志是国务院证券委员会颁布的《关于1996年全国证券期货工作安排意见》,其中第二条规定,针对当前新股发行中存在的问题,今后下达新股发行计划,改为“总量控制,限报家数”的管理办法,即由国家计委、证券委共同制定股票发行总规模,证监会在确定的总规模内,根据市场情况向各地区、各部门下达发行企业个数,并对企业进行审核。这相对于“额度控制”的原有发行管理办法而言,是一项意义重大的改进。

这种管理制度的改变,有可能通过“限报家数”的行政方式防止地方政府和中央企业主管部门将中央政府确定的年度股票发行规模“撒胡椒面”,使公司一次股票发行盘子量增大,减少但仍留有一个股票发行规模总量控制,这可能有利于防止社会“滥发股票”的现象发生,防止“一哄而上”,将股票发行演变为“乱集资”,扰乱金融秩序。但也同样存在一定的问题:

(1)一定程度上可能造成社会资本资源流失与浪费。经济体制改革后,企业资本供给方式发生变动,即由以前主要依靠企业内部积累与政府财政供给转向主要向银行借款和在金融市场上发行股票与债券来获得资本。但由于企业经济效益欠佳,银行贷款偿还率较低、呆账损失较多,致使银行部门不愿向企业贷款,而发行企业债券筹资不但面临还本付息的压力,并且由于实践中企业债券偿还率低而使其信誉较差,企业债券发行并不顺利。发行股票筹资,不但不存在还本付息问题,企业还可以永远使用股东的资金(除非公司破产);况且,发行价格总是股票面值的几倍甚至几十倍,发行范围是全国而非囿于本地,在社会总资源量既定的条件下,哪个地区、哪个企业能够争到股票发行额度,就等于多拿到了几倍、几十倍于额度的资本资源和近乎无偿的使用权;相对来讲,其他地区的资源流向本地区、本企业,就增加了本地区、本企业资