

● 全面、系统、深入剖析中国证券市场 ●

证 券市场的监管与创新是关乎证券市场长远发展的两大永恒命题。

股 权激励在国外成熟资本市场已是通行的制度安排。

上 市公司利润操纵问题已经日益引起监管部门和投资者的关注。

巴 菲特致股东书是目前可得的唯一的也是最好的有关股票市场、公司财务及投资的教科书。

金 融创新是资本市场有效配置资源的第一推动力。

如 果我们在次贷危机后不进行一些重大的变革，未来肯定会面临更多危机的挑战。

全流通时代中国证券市场： 监管及创新 前瞻

□ 段亚林 著

证 券停牌是为了确保证券市场的公正、高效和透明这一目标而采取的重要措施。

我 们鼓励创新，容忍失败。

对 于19世纪的美国来说，乡村银行和当铺的重要性远超纽交所和芝加哥交易所。

在 赶超的过程中，缩短资本的差距是有限的。而借鉴经验，缩短知识的差距是无限的。

责任编辑:白明 李芳

装帧设计:新华

图书在版编目(CIP)数据

全流通时代中国证券市场:监管及创新前瞻/段亚林著. —合肥:安徽人民出版社,
2009. 8

ISBN 978 - 7 - 212 - 03645 - 4

I. 全… II. 段… III. 证券交易—资本市场—研究—中国 IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 147655 号

全流通时代中国证券市场:监管及创新前瞻

段亚林 著

出版发行:安徽人民出版社

地 址:合肥市政务文化新区圣泉路 1118 号出版传媒广场

邮 编:230071

发 行 部:0551 - 3533258 0551 - 3533292(传真)

经 销:新华书店

制 版:合肥市中旭制版有限责任公司

印 刷:安徽新华印刷股份有限公司

开 本:700 × 1000 1/16 印张:25.5 字数:380 千

版 次:2009 年 10 月第 1 版 2009 年 10 月第 1 次印刷

标准书号:ISBN 978 - 7 - 212 - 03645 - 4

定 价:55.00 元

本版图书凡印刷、装订错误可及时向承印厂调换

序 一

从1990年12月深圳证券交易所开始运作算起,在短短的19年时间里,中国证券市场加速走过了世界发达国家上百年的证券市场发展历程,取得了举世瞩目的成就。但由于发展时间较短以及种种历史原因,国内证券市场在规范运作与发展中仍存在一系列重大问题,主要包括以下方面:

1. 上市公司股权高度集中、治理不完善。目前国内60%左右的上市公司第一大股东持股比例超过了50%,此外还有5%左右的上市公司第一大股东持股比例超过了公司总股本的75%。加上我国上市公司还处于初级阶段,董事会和股东大会不够完善,部分上市公司董事会下未设立审计委员会、薪酬委员会等专业委员会,独立董事不独立的现象比较普遍,大股东行为未能得到来自公司内部的有效监督,一股独大和内部人控制现象比较严重。

2. 大股东掏空上市公司现象比较严重。目前国内近80%的上市公司存在关联交易,关联交易占主营业务收入的比重平均达50%左右,其中部分关联交易为非公允关联交易。一些不法的大股东和实际控制人利用上述非公允关联交易掏空上市公司,主要手段包括:高价提供原材料给上市公司、低价收购上市公司产成品、向上市公司高价出售劣质资产、低价收购上市公司优质资产、关联方资金占用、上市公司为大股东与实际控制人违规担保、高管人员获取与其贡献不符的高额薪酬、上市公司为母公司承担广告费用和员工安置费用,等等。这严重损害了中小股东的合法权益。



3. 市场准入与退出机制不完善,部分上市公司质量低下。尽管中国目前已经取消了发行的额度制管理,采用了行政色彩相对较轻的审批制,但发行环节的行政性管制仍然十分严重。发行体制还不能像发达国家实施注册制,因此,公司上市仍然比较困难。正因为公司发行上市成本较高,上市公司的壳价值相应较高,对已亏损的上市公司难以按市场化原则予以坚决退市,公司亏损后更多的是琢磨如何重组卖壳,因而导致大量亏损股长期囤积于证券市场,这严重影响了中国证券市场的整体质量。

4. 投机炒作比较严重,部分公司股价与业绩严重背离。经过 19 年的发展,中国投资者结构发生了比较明显的变化,基金、券商、QFII 等机构投资者的投资比重日益上升,但由于价值投资的理念尚未深入人心,市场投机现象仍然比较严重,具体表现为绩差股市盈率倍数过高、重组股、权证等过度活跃,但绩优股价格长期低下,部分绩优公司市盈率甚至低于国际市场该行业的平均市盈率倍数。这种业绩与股价之间的不对称导致国内证券市场产生了“好公司不一定是好股票”的不合理现象,从而产生股价的逆向激励效应,误导了市场的资源配置。

5. 证券监管中过度依赖行政手段,法治建设亟待完善。中国目前《证券法》、《公司法》中规定的法律责任轻于英国、美国等发达国家,证券民事诉讼和刑事诉讼机制也不顺畅,缺乏集体诉讼、股东代位诉讼制度。在法治不完善的情况下,国内证券监管更多地只能依靠行政处罚,一些违法违规的上市公司大股东及高管人员未能充分追究其民事责任和刑事责任,因而违法违规案例屡禁不止,部分公司甚至短期内多次遭到证监会与交易所处罚。美国大法官路易斯·布兰代斯(Louis D. Brandeis)曾有过一句名言:“阳光是最好的消毒剂,电灯是最有效的警察”,但中国的实践经验表明,对于转轨时期的新兴市场而言,仅依靠“阳光”和“电灯”进行披露曝光是远远不够的,完善司法体系、落实法律责任才是遏制证券违法行为的根本途径。

6. 证券市场管制过度,产品与制度创新障碍较多。目前国内证券市场处于放松管制的初期,但仍有很多新产品和新制度未能实施,例如:上市公司



IPO 和再融资不能完全按市场化原则进行;库存股制度、公司分立分拆、红利再投资、实物股息、介绍上市、转板上市、存托凭证等海外通行的制度在国内尚未实施;证券不能买空和卖空,缺乏股指期货、期权等风险对冲工具,单边市场的特征十分明显。因此,还需要进一步放松管制,积极推进我国证券产品与制度创新。

随着中国证券市场进一步对外开放,上述问题解决的紧迫性提到了前所未有的高度。作为世界经济的重要组成部分,中国证券市场将不可避免地要面临与其他国际市场直接竞争。完善证券市场的法治与监管制度建设,加速本土市场的产品和制度创新成为留住国内优秀上市资源、吸引国际资金、扩大中国资本市场影响力的关键所在,这需要社会各部门和各界人士予以共同努力。

段亚林博士系我国早期自行培养的证券专业博士后研究人员,其后又在深交所公司管理部从事一线监管工作,具有扎实的理论功底与丰富的实践经验。其新作《全流通时代中国证券市场:监管及创新前瞻》一书立足于中国的实际情况,对国内上市公司的前沿问题和重要问题进行了系统、深入的剖析,提出了比较切实可行的监管建议和创新方案,部分研究成果已经被中国证监会、交易所采纳,收到良好的社会效益。值此书出版之际,我向他表示祝贺,并希望他继续深入探讨我国资本市场规范发展的有关问题,取得更加丰硕的成果。

中国社会科学院副院长 陈佳贵

序 二

证券市场的监管与创新是关乎证券市场长远发展的两大永恒命题。

证券是一种特殊的商品,监管层对这种特殊商品进行有效、适度监管尤为重要。华尔街有一句名言,“保护中小投资者的利益,就要像搀扶老妇过街一样小心谨慎。”由于中国证券市场所处的初级阶段,投资者与证券发行人之间存在严重的信息不对称,为了保护投资者特别是中小投资者的利益和防范系统性风险,监管部门应当对证券市场进行适度的监管。而要达到上述两个目标,势必要求上市公司加强经营运作的规范性和进行充分、有效、及时的信息披露,证券监管部门则需要通过加强督导和监管不断提升上市公司的规范运作和信息披露水平。

证券市场又是一个需要不断创新的市场。随着证券市场的不断市场化和国际化,尤其是面对国际证券市场的竞争压力,中国证券市场必须通过不断的制度创新、产品创新等手段提高服务上市公司和投资者的能力,提升我国证券市场的市场化水平和综合竞争实力。

从证券市场的长远发展来看,证券市场的监管和创新是相辅相成的。适当的监管是证券市场市场化和创新的基础,只有建立在规范的市场运作和完善的信息披露之上的创新,才能是既促进市场发展,又不会损害投资者利益和危害市场稳定的创新。而创新是证券市场发展的原动力,正确的创新可以促进市场发展,证券市场的监管也是在不断的制度创新基础上逐



步加以完善的。

监管和创新之间又存在一定的矛盾,当前的金融危机就是最好的例子。危机之前,美联储主张自由化,放松监管,监管部门对投资银行的监管很弱,投资银行甚至可以自由选择来受谁的监管。由于管制的过度放松,美国资本市场的金融创新异常活跃,金融衍生品的创新形式日趋多样,结构模型日趋灵活,甚至经常出现结构性产品多次叠套而形成极端复杂的交易产品。活跃的金融创新不仅丰富了市场交易产品类型,深化了金融衍生品市场的风险配置功能,也一度推动了美国经济在前几年的繁荣。但是,由于缺乏有效的监管,这种日益复杂化的金融创新最终也积聚了巨大的风险。最终,房地产市场次级债泡沫的破灭引发了多米诺骨牌效应,此次危机沿着这些复杂的金融衍生品链条不仅重创了美国经济,全球经济也遭受严重打击。从金融危机表象来看,好像问题出现在金融创新上,实际上监管的缺位才是更深层次的原因,监管层监管的不足导致风险没有得到有效的预防和控制。

我国证券市场经过十几年的发展,监管水平不断提升,而市场化创新也日益成为推动市场发展的根本动力。随着股权分置问题的逐渐解决,我国证券市场部分历史遗留问题得到解决,但是新的问题也不断出现。与发达国家证券市场相比,我国证券市场的监管水平和市场化创新能力都还相对落后,如何在鼓励市场创新的同时,提高证券监管的效率,降低系统性风险是我们需要继续探讨的一个长期课题。

段亚林博士长期从事证券市场研究,并且拥有丰富的市场经验,在深交所公司管理部从事一线监管工作,因此段博士的新作《全流通时代中国证券市场:监管及创新前瞻》一书对我国证券市场发展过程中存在的问题有着非常深入的独到见解。该书立足于我国证券市场的两大基本问题:监管与创新,对当前我国证券市场监管和市场创新所面临的问题做了全面、深入和系统的研究,对规范我国上市公司市场运作、加强上市公司信息披露、加强我国证券市场金融产品和市场创新等提出了独到的监管建议和解决办法。



我相信段博士的研究成果将为推动我国证券市场的制度建设,提高监管部门的监管水平,促进我国证券市场的制度和产品创新起到很好的作用。

是为序。

中国建设银行投资银行部 总经理
建银国际(控股)有限公司 董事长 王贵亚

目 录

序一	陈佳贵
序二	王贵亚
第一部分 规范运作	1
第一篇 金融危机对国内市场的冲击及对策	2
第二篇 权证交易炒作情况及风险控制措施	12
第三篇 上市公司股权激励现状及改进对策	23
第四篇 利润操纵识别系统开发可行性研究	31
第五篇 公司分红水平比较研究及改进建议	37
第六篇 境外治理评级模式及对中国的启示	48
第七篇 社会公众股股东权益保护现状调查	55
第八篇 上市公司内控制度建立状况调查报告	66
第二部分 信息披露	80
第一篇 上市公司信息披露监管制度比较研究	81
第二篇 公司信息披露制度和深交所监管实践	90
第三篇 上市公司存托凭证信息披露制度研究	96
第四篇 上市公司股票期权信息披露制度研究	105
第五篇 上市公司自愿信息披露相关问题研究	112
第六篇 境内外上市公司停复牌制度比较研究	118
第七篇 上市公司停牌制度改革民意调查报告	131



第八篇 投资者关系管理原理及调查报告	139
第三部分 产品创新	161
第一篇 境外产品创新竞争及对我国的影响	162
第二篇 中国权证产品创新焦点问题研究	172
第三篇 关于推出指数 LOF 备兑权证的研究报告	188
第四篇 境外存托凭证发展状况及 CDR 方案设计	201
第五篇 境外牛熊证发展状况及对我国的启示	225
第六篇 ETF 发展趋势及推出跨境 ETF 的设想	241
第七篇 推出附认股权证公司债券的建议报告	257
第八篇 关于推出可交换公司债券的分析报告	273
第四部分 制度创新	283
第一篇 中外证券市场创新管理体制比较	284
第二篇 上市公司并购重组模式创新研究	295
第三篇 以股抵债模式设计及存在的问题	302
第四篇 开展融资融券问题分析及监管建议	308
第五篇 股票公开回购以及库存股制度研究	315
第六篇 境内分拆上市制度缺失及改进建议	328
第七篇 转板制度国际比较及对我国的启示	335
第八篇 关于推进 B 股市场发展的政策建议	345
附录:境外考察报告	353
第一篇 美国证券执法及市场监管考察报告	354
第二篇 泛欧交易所近况及产品创新考察报告	360
第三篇 德意志交易所集团发展状况考察报告	365
第四篇 欧洲结构化产品发展状况考察报告	369
第五篇 香港权证市场考察报告及政策建议	377
第六篇 新加坡交易所衍生产品发展考察报告	390
后 记	398

第一部分

规范运作

政府监管失误是导致美国金融市场混乱的原因之一。

——美国总统 奥巴马

1636年，一株郁金香可以交换八只肥猪、四头公牛、两吨奶油、一千磅奶酪、一只银杯、一箱衣服、一张带床垫的床外加一条船！

——《郁金香狂热》作者 M. 戴许

· ☆ · ☆ · ☆ · ☆ · ☆ · ☆ ·





第一篇 金融危机对国内市场的冲击及对策

【内容提要】受国际金融危机的影响,国内外经济形势在2008年发生急剧变化,我国实体经济遭遇强烈冲击,经济增速出现下滑,股市大幅下跌,上市公司面临动荡不安的外部经营环境,公司盈利前景不明朗。与此同时,我国对宏观经济政策也进行了重大调整,开始实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策,上市公司2009年又面临难得的发展机遇。针对上述情况,作者牵头就深市上市公司开展问卷调查,了解、分析经营环境变化对深市公司的影响,提出促进我国上市公司发展的一系列应对措施。

一、2009年上市公司面临严峻挑战

1. 上市公司业绩下滑明显

由于本次国际金融危机对实体经济带来的不利影响,市场需求萎缩、原材料价格大幅波动、生产成本上升、人民币升值、银行紧缩信贷等宏观因素,制约了多数深市公司的盈利水平。2008年第三季度,深市公司,无论主板还是中小板公司经营情况都出现比较明显的下滑,营业收入和净利润增幅远远低于上半年水平,大多数受访公司负责人表示2009年的经营前景更不乐观,具体情况见下表1。



表 1 深市公司 2008 年度增长率指标

项 目	深市主板			中小板		
	三季度	上半年	降幅	三季度	上半年	降幅
营业收入增长率(%)	13.87	23.11	9.24	25.10	36.40	11.30
净利润增长率(%)	-20.90	16.13	37.03	11.50	47.10	35.60

2. 市场需求大幅萎缩,产能出现过剩

从全球来看,金融市场动荡局面仍将持续一段时间,世界经济增长放缓特别是美国经济增长放缓不可避免;在国内,股票市场、房地产市场持续低迷,物价指数回落,企业减薪裁员,投资和消费信心和意愿不足,由此对上市公司订单产生直接的影响,产品价格下降,企业产能无法充分利用,不同程度地减产、限产、暂缓投资等现象也随之出现,公司盈利水平下降。据调查,有 91 家主板公司和 50 家中小板公司反映市场需求明显萎缩,分别占比为 19% 和 18%。

此外,近两年由于经济的高速增长,上市公司普遍进行了大规模的对外投资、技术改造、兼并收购等活动,业务规模迅速扩大,随着市场需求的萎缩,部分行业出现了比较严重的产能过剩问题,大量投资和银行贷款增加了公司的折旧费和财务费用,影响了经营业绩,加剧了资金紧张,甚至可能出现资金链断裂的问题。

3. 三大因素对出口导向型公司影响巨大

2007 年,人民币升值幅度达到 6%,2008 年升值幅度一度达到 6.9%,由于人民币的大幅升值,增加了上市公司的汇兑损失,直接侵蚀了上市公司利润;国家在 2007 年取消和下调了部分商品的出口退税率,2008 年 10 月和 11 月又两次上调了劳动密集型产品的出口退税率,出口退税率的频繁调整加剧了上市公司经营业绩的波动。此外,由于国际金融危机导致境外市场需求明显下降,导致出口导向型公司,特别是业务相对单一的公司来自境外市场的订单大幅下降,生产成本和汇兑损失上升,境外业务的拓展和销售收入的增长都有所放缓。

4. 原材料价格大幅波动,影响公司盈利

当前我国企业中传统制造业公司的比例较高,多数公司处于产业链的末端,



议价能力不强,不具备转移成本的能力。

2008 年上半年以前,我国石油、钢材、有色金属、棉花、煤炭等大宗原材料和能源价格不断上涨,大幅增加了公司的生产成本。由于产品销售价格的调整落后于原材料和能源价格的上涨,致使公司销售毛利率持续走低,盈利能力下降。据调查,深市主板有 162 家、中小板有 75 家公司反映 2008 年以来面临原材料价格和能源价格上涨带来的成本压力。

2008 年下半年,经济衰退导致市场需求下降,原材料和能源价格急转直下,例如铜价下跌了 40% 左右,钢材价格下跌了 30% 左右,国际油价下跌了 65% 左右。部分公司在原材料价格上升过程中,以较高的价格采购了大量生产所需的原材料,形成了存货跌价的隐忧。虽然原材料和能源价格的下降有利于降低成本,但市场需求萎缩导致的产品售价下降幅度更大,企业不得不与客户进行艰苦的价格谈判,以维持基本的盈利空间。

此外,还有 13 家公司为了锁定原材料价格而直接或间接参与了期货投资。原材料价格在短期内突然性的转折性变化,也增加了这些公司期货投资的损失,增加了套期保值业务的风险。

5. 公司现金流情况明显恶化,资金日趋紧张

今年以来,上市公司现金流情况普遍恶化。据统计,主板公司 2008 年前三季度经营现金流平均为 1.61 亿元,其中 182 家公司(占 37%)经营性现金流为负;中小板公司 2008 年前三季度经营现金流平均为 4767 万元,仅占同期净利润的 62%,其中 116 家公司(占 42%)经营性现金流为负。

表 2 2008 年度深市公司现金流量数据

前三季度数据	深市主板	中小板
经营活动产生的现金流平均净额(万元)	16103	4767
经营活动产生的现金流平均净额/平均净利润(%)	367	62
经营活动产生的现金流净额为负的公司(家)	182	116
经营活动产生的现金流净额为负的公司占比(%)	37	42



另外,部分公司资金支出较大,负债水平较高,现金流较为紧张。虽然我国已经开始实施适当宽松的货币政策,央行从2008年9月起先后三次下调了存款准备金率、存贷款基准利率,取消了商业银行的信贷额度,但是商业银行在经济形势不好的情况下体现出较强的惜贷倾向,对上市公司特别是盈利下滑或亏损的企业贷款日趋严格谨慎,受宏观因素影响业绩暂时下滑的公司取得银行的融资支持存在较大困难。

6. 公司规模总体偏小,抗风险能力较弱

由于主板公司的历史性原因和中小板的上市标准限制,规模偏小、抗风险能力较弱是我国上市公司当前比较普遍的问题。从调研情况来看,上市公司普遍认为其当前面临的主要问题是“主业不突出、生产规模小”和“产业链不完整”,比例分别高达47%和46%。

其中,主板公司问题更为集中在“主业不突出、生产规模小”方面,认为存在这一问题的主板公司比例高达52%;此外,认为存在“产业链不完整”的公司比例达到44%,认为存在“关联交易和同业竞争”问题的公司也达到41%。

而中小板公司则更多地认为“产业链不完整”是其当前面临的主要问题,占比达到51%,相对而言,其他类型问题在中小板公司中较少出现。

表3 上市公司存在的主要问题

问 题	主 板		中 小 板		深 市 全 体	
	家数	比例	家数	比例	家数	比例
关联交易、同业竞争	175	41%	35	23%	210	36%
主业不突出、生产规模小	225	52%	53	34%	278	48%
产业链不完整	189	44%	78	51%	267	46%
所处行业缺乏前景	129	30%	31	20%	160	27%
其他	99	23%	35	23%	134	23%

7. 股市大幅波动,影响公司做优做强

虽然上市公司普遍存在做优做强的意愿,但由于各种障碍因素,做优做强形势不容乐观。调研结果显示,2008年证券市场大幅调整,对上市公司利用证券



市场做优做强构成重大障碍。深市公司认为当前证券市场波动影响公司做优做强的比例高达 69%,其中,主板公司比例为 67%,中小板公司为 75%。

此外,对当前上市公司做优做强构成障碍的因素中,认为政策法规支持力度不够的上市公司比例也较高,深市合计比例为 41%,其中,主板公司比例为 41%,中小板公司比例为 39%。

表 4 阻碍上市公司做优做强的因素

障 碍	主 板		中 小 板		深 市	
	家数	比例	家数	比例	家数	比例
大股东或当地政府不支持	63	15%	16	10%	79	14%
上市公司无并购实力	177	41%	39	25%	216	37%
政策法规支持力度不够	178	41%	60	39%	238	41%
当前证券市场波动过大	286	67%	115	75%	401	69%
其他	52	12%	9	6%	61	10%

二、2009 年上市公司面临重大机遇

1. 部分公司受益于国家庞大的经济刺激计划

2008 年 11 月 10 日,国务院公布了扩大内需、促进经济增长的十大经济刺激措施,拟加快民生工程、基础设施建设和灾后重建,实施增值税转型改革,增加城乡居民收入。按照该计划,国家将启动铁路、公路、机场、电网技术改造、保障性安居工程等一批重大基础设施建设,预计到 2010 年底投入 4 万亿元,地方政府也配套推出了一些重大投资计划。上市公司中机械设备制造、建筑施工、基础设施配套等一批公司从中直接受益。

针对不利的经营环境,上市公司也纷纷采取措施,主要包括暂缓大规模投资、压缩支出节约成本、加大力度催收应收款、清理库存存货、与客户谈判增加定价弹性、开发具有市场竞争力的新产品、争取银行的融资支持等等。



2. 上市公司做优做强潜力巨大

虽然 2008 年的股市大幅波动等因素对上市公司做优做强构成重大挑战,但上市公司普遍认为这些问题并非不能解决,一旦股市升温,通过“证券市场融资”或“同行业或上下游并购”等方式,都可以实现上市公司做优做强。上市公司的做优做强意愿普遍表现强烈,上市公司做优做强的潜力巨大。

调研结果显示,在众多可选择的做优做强方式中,上市公司普遍优先选择“证券市场融资”,比例高达 77%;此外,主板公司对“同行业或上下游并购”、“资产置换”或“收购大股东资产”等方式都表现出较高的认可度,而中小板公司则主要专注于“同行业或上下游并购”。

表 5 上市公司做优做强的主要模式

拟做优做强的方式	主板		中小板		深市	
	家数	比例	家数	比例	家数	比例
收购大股东相关资产,解决同业竞争、关联交易问题	181	42%	42	27%	223	38%
同行业或上下游并购,提高行业地位	248	58%	116	75%	364	62%
资产置换,优化主业	238	55%	50	32%	288	49%
利用证券市场融资,解决资金瓶颈	327	76%	121	79%	448	77%
其他	63	15%	14	9%	77	13%

3. 债券融资为公司发展提供新途径

尽管股市由于大幅调整而导致股权融资功能基本丧失,债券融资方式却为上市公司提供了新的融资渠道。调研结果显示,上市公司普遍对债券融资方式有较高的认可度,认为债券融资方式对上市公司造成“不好”影响的公司比例很低。在不同的债券品种中,上市公司相对更为认同可转债和公司债,对其影响评价为“好”的上市公司比例分别高达 55% 和 44%。