

总主编 吴晓求 梅 雪

证券案例教学系列教材·中国证券市场典型案例

证券发行 案例

周丽娟 编著

TYPICAL
CASES
IN
CHINA
SECURITIES
MARKET

中国人民大学出版社

总主编 吴晓求 梅 君
证券案例教学系列教材·中国证券市场典型案例

证券发行案例

周丽娟 编著

图书在版编目 (CIP) 数据

证券发行案例/周丽娟编著.

北京:中国人民大学出版社,2003

(证券案例教学系列教材·中国证券市场典型案例)

ISBN 7-300-04851-X/F·1540

I. 证…

II. 周…

III. 有价证券-销售-案例-中国-高等学校-教材

IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 096000 号

证券案例教学系列教材·中国证券市场典型案例

总主编 吴晓求 梅君

证券发行案例

周丽娟 编著

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号 邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室) 010-62511239 (出版部)

010-62515351 (邮购部) 010-62514148 (门市部)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京金特印刷厂

开 本 890×1240 毫米 1/32 版 次 2004 年 1 月第 1 版

印 张 12 插页 1 印 次 2004 年 1 月第 1 次印刷

字 数 265 000 定 价 18.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

序言

吴晓求

中国资本市场经过 13 年的发展，取得了众所瞩目的成就。在中国这样一个市场经济还不是很发达的国家和经济体系中，能够在 10 多年里建立一个市价总值居全球第七、亚洲第二的股票市场，本身就是一个奇迹。但在今天，我们也应该清醒地看到，中国资本市场正处于非常关键的时刻。2001 年下半年以来的市场持续低迷，说明投资者对资本市场缺乏信心，说明中国资本市场还没有形成一个正常的预期机制。造成这一状况的原因很多，但其中的一个重要因素是市场主体存在着严重的违法、违规现象，如银广夏事件、蓝田股份（现为“生态农业”）事件、中科创业（现为“康达尔”）事件、基金黑幕等，这些问题的出现严重地打击了投资者信心。规范证券市场，保护投资者（特别是广大中小投资者）利益，成为当务之急。

证券市场违法、违规行为往往能在短时间内给违法、违规主体带来巨额不当利益，正因为如此，很多市场主体明知存在极大的风险，仍试图通过各种手段铤而走险牟取暴利。由于证券违法违规行为会严重阻碍证券市场的有序发展，因而无论是在成熟的证券市场还是在新兴转轨的证券市场，证券违法、违规行为都是证券监管部门着力打击的对象。虽然各国不断完善相关的法律制

度，监管部门努力提高自己的监管水平，但任何证券市场都没有完全杜绝证券违法、违规行为，对内幕交易的监管就被认为是一场至今“没有取得胜利”的战争。从某种意义上讲，证券市场发展史，就是一部与证券市场违法、违规现象作斗争的历史：违法、违规行为将现存法律体系的漏洞和弱点暴露出来，立法者因而得以有针对性地进行弥补和调整，证券市场在这个“破”与“立”的过程中不断完善和发展。

与成熟市场国家相比，我国证券市场上各种违法、违规现象产生的根源表现出鲜明的“中国特色”：

第一，与成熟市场国家不同，我国证券市场的产生处于由计划经济向市场经济的转轨阶段。转轨过程中的体制摩擦和体制约束的“真空”成为证券市场各种违法、违规行为产生的重要根源。这既表现在我国证券市场上证券发行和交易的计划管理色彩，也表现在作为证券市场基石的上市公司都是在国有企业基础上改制过来的。这种现实导致我国上市公司法人治理结构不完善、运作程序不规范以及计划经济体制遗留下来的一些问题等等。这些方面构成了我国证券市场出现大量违法、违规行为的特定历史背景。

第二，我国证券市场是在证券市场法规建设远远落后于发展速度的条件下发展起来的。如规范一级市场的《中华人民共和国公司法》于1993年底才出台，证券市场的根本大法《中华人民共和国证券法》更是姗姗来迟。在此之前，仅仅是一些行政法规和部门规章在规范证券市场。受发展历史和实践经验的限制，即使是《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》这两部大法也仍然是粗线条的，无法规范证券市场方方面面的行为，因而，证券市场的法律、法规体系有待于进一步完善。

第三，市场国家的证券市场主要是在市场经济发展到一定阶段自发产生的，与此不同，我国证券市场的产生主要是国有企业改革的产物，证券市场的产生和发展完全依赖政府推动，这种发展模式导致我国证券市场缺乏行为自律习惯。在《中华人民共和国证券法》颁布以前，证券市场上所有规范性文件都出自政府之手，证券交易所、证券公司内部的章程和规则，也是在政府指导下建立的，这使得证券业缺乏自律习惯。证券业缺乏自律导致了证券市场主体——上市公司、证券公司和投资者等缺乏自我监管和自觉遵守市场规则的习惯。证券市场的规范化运行成了政府监管部门和证券市场参与者之间“猫捉老鼠”的游戏。在证券市场的立法、执法和监管能力都比较欠缺的条件下，出现大量的违法、违规行为也就不足为奇了。

中国证券市场出现的违法、违规行为具有一定的同质性，主要表现为透支挪用资金、法人投资者以个人名义炒股、中介机构出具虚假证明、披露虚假财务报表、市场操纵、欺诈发行、内幕交易、虚假消息等。以1994年1月到2000年12月证监会的226个处罚公告为例看，最常见的即处在第一位的是资金透支挪移的违法、违规案件，包括券商向投资者透支，券商挪用投资者的保证金等，这类违法、违规行为占总案件的32.9%。处在第二位的是法人投资者以个人投资者的名义开户炒股，主要是券商以个人账户进行自营业务，占总案件的19.1%。处在第三位是中介机构提供的虚假证明，包括注册会计师出具虚假审计报告，律师出具不真实的法律意见书，资产评估师出具虚假的资产评估报告等，占10.7%。处于第四位的是与中介机构提供的虚假证明相关的披露虚假财务报告，所占比重也较大，为8.4%。值得注意的是，市

证券市场操纵和内幕交易的普遍性已是共识，但比重分别只有 5.5% 和 2.6%，排名分列第六位和第八位，显然这种统计比例与现实存在差异。这一方面说明对不同的证券违法犯罪行为的监管难易不同会导致分析结果与现实情况的不一致，另一方面也说明现阶段监管部门还没有找到有效治理市场操纵、内幕交易行为的方法。

证券违法、违规的主体包括证券发行人、中介机构、证券经营机构和投资者四类。证券发行人实施的违法行为包括欺诈发行、披露虚假财务报表等；中介机构实施的违法行为主要是出具虚假证明、泄露内幕消息等；证券经营机构实施的违法行为包括向客户透支、挪用客户保证金、用个人账户进行自营、销毁交易记录、诱骗投资者买卖证券等；投资者实施的违法行为主要有内幕交易、操纵市场等。在证券违法犯罪中最常见的违法犯罪主体是证券经营机构，在所有违法犯罪行为中比重为 61.3%，超过了半数；其次是证券发行人的违法犯罪行为，比重为 17.6%；再次是投资者的违法犯罪行为，比重为 13.6%；而中介机构的违法犯罪行为所占比重很小，仅为 7.5%。

证券发行和证券交易是证券市场的两个主要环节，而证券违法犯罪行为无非是发生在这两个环节中的一个，从证券违法犯罪行为在这两个环节的分布及其随时间变化的趋势看，证券交易市场的违法犯罪不仅占到 81% 的比例，而且随着时间的变化该项比例还有上升的趋势，而证券发行市场违法犯罪除了在证券市场发展初期所占的比重较大外，其后年份该项比重一直都不大。可见对证券监管部门而言，现阶段对证券交易市场的监管比对证券发行市场的监管更为紧迫。

在证券市场上，违法犯罪行为的实施必须依附一定的载体。

证券市场中的两个基本要素——资金和信息就是证券违法犯罪的主要载体。证券违法犯罪主体往往拥有资金、信息优势，他们通过滥用这些资源优势来实施违法犯罪行为，如内幕交易、欺诈发行、披露虚假财务报表、传播虚假信息、中介机构提供虚假证明文件、更改交易记录等都是通过信息的滥用或信息操纵的手段来实施的违法犯罪行为；市场操纵、透支交易、挪用客户保证金、违规资金进入股市等都是利用资金实力或直接盗用证券交易资金的证券违法违规行为。分析表明，以资金为载体的违法犯罪的比重为 45.4%，以信息为载体的违法犯罪比重为 34.1%，两者的差异不算太大，可见在证券市场上虽然资金要素重要，但信息要素同样重要，对市场的监管两者都不能忽视。

正如中国的法治化进程是一个漫长而痛苦的过程，中国证券市场的法治化进程也是如此。揭穿冠冕堂皇的业绩、打破斑斓炫目的光环，当然不是一件令人轻松的事情，但任何悲观和失望都不应成为我们的绊脚石。展现在我们面前的这些案例，有的犯罪事实触目惊心，有的违法主体肆无忌惮，有的造假手段空前绝后，有的违规操作无法无天。只有直面这些或荒诞或沉重的案例，进行冷静的总结、理性的思考，才有希望推动监管部门找到有效治理的途径，加快中国证券市场法治化的进程。本套丛书编写的初衷亦在此处。

在中国证券市场发展的同时，越来越多的高等院校都开设了“证券投资学”或类似的课程，大学里选修证券方面课程的学生与日俱增。为此，中国人民大学金融与证券研究所组织编写了“21 世纪证券系列教材”，这套教材共四个模块，13 分册，其中的“教学案例模块”含有《中国证券市场典型案例》分册。当时由于时

证
关系，我和该书的主要编写者梅君博士等人都认为《中国证券市场典型案例》过于简单，缺乏深入分析，特别是作为教学案例，应该进一步完善。在中国人民大学出版社的大力支持下，特别是经过王克方、张冬梅两位女士的精心策划和梅君博士的具体组织，“证券案例教学系列教材·中国证券市场典型案例”终于与读者见面了。这套书可以看成是与“21世纪证券系列教材”配套的案例教材。它更加注重理论联系实际，通过对具体案例进行深入分析，使读者能够看到实际生活中真实的证券市场。

本套系列教材共分六个分册，分别从发行上市、证券交易、信息披露、重组并购、中介机构和法律诉讼这六个方面，对中国证券市场的典型案例进行归纳和整理。每个案例的写作分为四个部分：第一部分是基本案情，包括涉案主体、背景、案情经过，部分案例还列出了性质相同的若干案例，有的还包括了社会反响和处罚（判决）结果；第二部分是问题，即将本案例要说明的问题简要列出，便于读者在阅读下文时思考；第三部分是评析，即针对每个案例的重点，依据现行法规和监管部门的规章，进行讨论和分析；第四部分是附录，主要是与本案相关的法规和重要文献、资料。对证券市场典型案例的这种分析和讨论是否合适，希望读者能提出宝贵意见，以便于我们修订时参考。

需要特别说明的是，第一，本套系列教材中的典型案例，既包括负面的案例，也包括许多正面的案例，像证券发行和重组并购两个分册，就是以正面案例为主。第二，对同一案例从不同角度进行分析。比如郑百文、红光实业、琼民源（现为“中关村”）就在不同的分册进行了不同的分析。第三，本套系列教材所依据的均是公开披露的信息资料，也都尽可能注明资料的出处，但由

于作者不同的写作和运用资料的习惯，难免挂一漏万，欢迎读者提出批评指正。

“证券案例教学系列教材·中国证券市场典型案例”是由中国人民大学金融与证券研究所和武汉大学法学院的专家、学者、研究人员共同完成的。由于作者知识背景、实践经验不同，对证券市场的理解和把握也不尽相同，加之中国证券市场“新兴加转轨”的特点，本套系列教材难免有不当之处，真诚地希望读者提出批评和建议，以便不断提高本套系列教材的质量。

前言

我国目前的证券法律制度主要包括以下几部分：（1）证券发行制度与证券交易制度。证券发行与证券交易制度是我国证券法的基本制度，现行法规中关于此部分内容的法律、法规和规则最多。从整体来看，我国证券法目前对于证券发行和证券交易采取的许多原则和规则不同于其他国家的证券法，在发行与交易上比较重视行政监管，而市场性不足。（2）证券监管体制。与许多国家的证券监管架构不同，我国目前对于证券、期货和证券机构的监管统一由中国证监会负责，中国人民银行总行和财政部对于企业债券和国债的发行具有部分管理权限，此外计划管理机关、国有资产管理机关和地方政府机关对于证券的发行也有一定的权限，我国监管体制的核心在于法律赋予中国证监会和相关政府机关对于各类证券发行与交易具有审批权，令其对证券发行与交易进行实质性审查，而非注册备案。（3）证券市场机构管理。我国目前对证券交易采取场内交易原则，现有的证券交易市场主要为上海证券交易所与深圳证券交易所，已有的证券商交易市场 STAQ 系统和 NET 系统受到政策限制，一些地方存在的柜台交易（OTC）在法规上实际受到禁止。目前我国可以上市交易的证券主要为经审批的股票、债券和基金，此类证券不允许在证券交易所之外交易；股份公司的非上市股票（法人股）可以以协议方式通

过证券登记公司进行交易；另外某些不记名债券实际上可通过场外交易方式进行，但目前受到政策限制。（4）证券经营机构与证券从业人员管理。现行法规对于证券经营机构和证券从业人员采取较严格的营业资格许可制度。我国的证券经营机构均为经过特许批准而设立的证券公司或信托投资公司。此类公司除须取得证券金融业务许可证书外，还须分项申请取得证券自营业务许可证、证券承销业务许可证、证券主承销业务许可证、外资股承销业务许可证等，否则不能从事完整的证券经营业务。除上述之外，现行法规对于从事证券业务的注册会计师、证券投资咨询人员也采取资格特许制度，要求会计师事务所等中介机构具有证券从业资格，并要求相关人员也具有证券从业资格。以下就我国证券发行的主要制度进行简要的介绍。

一、证券发行制度概述

证券在大陆法系中被称为“有价证券”，在英美法系中则被称为“流通证券”。它是指代表一定民事财产权利，依法可以自由流转的证书，证券上权利的发生、移转和行使均以持有该证书为必要。例如，债券、股票、基金受益人证券、票据、提单等，都是证券的存在形式，但在现代证券法实践中，证券往往仅指资本证券。

证券具有以下特征：（1）有价性。证券是代表一定民事财产权利的证书，其权利内容具有一定的财产价值，而不具有人身关系内容。因此某些代表人身权或行政权的权利证书不属于证券，如结婚证、我国过去的粮票、布票、专利权证书等等。（2）证券上权利的独立性。大陆法系商法认为，证券不同于其他民事财产

权证书的基本特征在于证券上权利与证券持有人身份无关，证券上权利与证券不可分，因此凡持有证券者或提示证券者即可依法推定为证券上权利的享有人，这以无记名证券体现得最为明显。在许多国家的债券发行实践中，债券上往往只载明本券或息票持有人的推定权利。因此，需要证明身份方可行使权利的权利证书不属于证券，如我国目前的银行存折。(3) 自由流转性。证券是仅依行为人意志即可依法自由流转的权利证书，其转让无须得到证券上义务人或第三人的同意，也不适用相应的合同法规则。因此仅可依合同法转让权利的合同文件以及有限责任公司股东持有的出资证明也不属于证券。所以，我国实践中的定向募集公司股权证书和凭证式国债证书，因法律禁止其流转，也不属于严格意义上的证券，它们与有限责任公司的股东出资凭证和民法上的借据并没有本质差别。

证券发行的概念在理论界有不同的表述：(1) 证券发行是指符合发行条件的企业组织或政府组织，以筹集资金为目的，依照法律、法规以及有关规章规定的条件和程序向社会投资人公开要约出售代表一定权利的资本证券的行为。(2) 证券发行是指发行人或承销机构对特定人或非特定人以统一条件进行证券要约和销售的行为。(3) 证券发行是指证券发行人将自己所发行的证券出售给投资者的行为。^①

我国证券发行的特征是：(1) 证券发行是以筹资为目的的商业行为。我国对于证券发行人的资格和条件有明确的规定，其中

^① 参见万国华主编：《证券法理论与经典案例研究》，1页，天津，天津人民出版社，1999。

股票发行人须为符合一定条件的股份公司，基金证券发行人须为经特批而设立的基金组织，债券发行人主要为政府组织和经特许的企业组织，可转换债券的发行人目前主要为已经上市的股份公司。(2) 证券发行在我国主要是发行人向社会投资人以公开募集方式筹资的行为。证券发行实质上为发行人向不特定多数人发出募集要约，其要约内容和程序受到《中华人民共和国证券法》（以下简称我国《证券法》）和其他相关法律、法规以及部门规章的规制。(3) 证券发行的标的为同等单位、同等面值和同等发行价格的标准证券。(4) 证券发行本质上是发行人发行资本证券的行为，发行人所承诺的证券上权利以投资收益请求权为核心，但其相关权利的内容较为广泛，例如股票所代表的股东权利，债券所代表的长期债权，基金证券所代表的信托受益人权利等。(5) 我国证券的发行，特别是股票的发行，通常不以单纯的一次性发行为内容，发行人往往追求证券发行与上市的双重后果，其目的在于提高证券发行的效率，建立某种长期稳定的融资渠道，由此使得证券发行与证券上市规则具有了相关性，造成实践中对证券发行与证券上市概念混用的情况。(6) 我国的证券发行行为具有较强的技术性和复杂的程序性，证券发行准备、证券发行中介机构、证券发行信息披露和证券发行方式均有较严格的条件和程序规定。

证券发行依照不同的标准有不同的分类：(1) 按照证券发行对象的不同，证券发行可分为公募与私募。(2) 按照证券发行标的的不同，可将其分为有纸化发行和无纸化发行。(3) 按照发行股份与存量股份的关系，可将证券发行分为新股发售和原有股份配售。(4) 按照发行证券的品种，可将其分为股票发行、债券发行和基金证券发行等。

二、我国证券发行市场主体

我国证券发行市场的主要参与者包括：（1）证券审核部门。即证券监管部门，它们的职责主要是代表国家行使监管职责，对证券发行进行实质上和形式上的审查。（2）证券发行人与发起人。它们是证券筹资主体，其目的是通过发行股票、债券和基金从社会筹集其发展所需要的资金。（3）证券承销机构。其主要职责是为发行人筹集资金服务，接受发行人委托制作公开发行证券招募材料，并协助发行人完成申报和审核工作，是证券发行中重要的融资设计者和主要中介机构。（4）其他专业中介机构。包括发行人律师、会计师以及评估师等，它们主要承担对法律、会计资料以及资产等出具专业意见书，证明发行人情况，协助发行人完成筹资活动，并对其出具文件的真实性、准确性与完整性对广大投资者承担责任。

三、我国证券发行品种

依不同的分类标准可以将证券做不同的分类：依证券上记名与否，可将其分为记名证券和不记名证券；依证券上权利的法律性质，可将其分为债权证券、物权证券和社员权证券等；依证券上权利的功能，可将其分为资本证券、货币证券和商品证券三类。其中，资本证券是指代表一定资本权益的有价证券，例如股票、长期债券等，实践中，许多人仅将资本证券称为证券；货币证券是指代表定额货币的有价证券，它又称为票据，例如汇票、支票、

本票等，货币证券本质上是一种短期信用工具，具有到期支付和提前贴现功能，其流转多依背书规则，我国目前尚无确定的票据贴现市场；商品证券是指代表特定货物或商品所有权的有价证券，商品证券本质上是某种商品交易特别是期货交易的工具，具有到期交割的功能，例如可流转的提单、仓单、期货合约等。我国目前发行的证券品种主要有以下几种。

（一）股票

股票是股份有限公司发行、表示其股东按其持有股份享受权益和承担义务的可转让的资本证券。股票具有以下性质：（1）有价证券。股票作为有价证券，本身没有价值，但具有一定的收益请求权，代表一定价值量的资产，股票与其代表的股东权利具有不可分离的关系。（2）要式证券。股票票面上必须记载：公司名称、公司登记成立的日期、股票种类、票面金额以及代表的股份数、股票的编号，股票必须由董事长签名、由发行公司盖章。（3）证权证券。股票是代表股东权利的证明文件，该种权利是基于股东对于股份有限公司而产生的。

股票具有以下特征：（1）收益性。股票的收益来自于股份有限公司的股息、红利和证券市场中的流通增值的差价收益。（2）流通性。股票的流通性是指股票可以作为买卖对象或抵押品随时转让，股票的流动性是商品交换的特殊形式，持有股票类似于持有货币，随时可以在股票市场上兑现。（3）永久性。股票的永久性是指股票所载有权利的有效性是始终不变的。（4）参与性。股票的参与性表现在股东可以通过出席股东大会、选举董事会成员参与公司的经营决策，股东参与公司经营决策权利的大小取决于其持有股份的多少。（5）风险性。股票的风险性是指预期收益的

不确定性和可能招致的损失。(6) 股票价格具有波动性。

根据不同的分类标准可以将股票分成不同类型，如普通股与优先股；记名股票与不记名股票；有面额股票与无面额股票。我国目前发行的股票按投资主体的不同主要有以下几种。

1. 公开发行的 A 股。A 股是以人民币标明股票面额，由国内公众投资者以人民币购买并交易，在上海或深圳证券交易所上市的股票。我国 A 股股票又分为：(1) 发起人股。发起人股是指股份有限公司向公司发起人发行的股票，《中华人民共和国公司法》(以下简称我国《公司法》)规定，公司发起人要认购公司股份的全部或部分。(2) 国家股。国家股是指由国家授权的机构代表国家，以国有资产向股份有限公司投资而持有的股票。(3) 法人股。法人股是指具有法人资格的企事业单位和社会团体向股份有限公司投资持有的股票。(4) 社会公众股。社会公众股是指社会公众个人所持有的股票。

2. 境内上市外资股。亦称人民币特种股票或 B 股，它是指发行人通过承销商在境外募集股份(通常以私募方式)，并将该股票在发行人所在国的证券交易所上市的股票。具体而言，我国的境内上市外资股是以人民币标明股票面额，由港澳台地区和国外投资者以外币买卖和交易，并在上海和深圳证券交易所交易的记名股票。B 股市场是在人民币资本项目下尚不能自由兑换，我国证券市场全面开放尚不成熟，国企海外融资渠道不畅，企业又急需引进外资的情况下，作为我国证券市场引进外资的一个渠道而建立起来的。我国目前对境内上市外资股的发行采取计划额度许可制度，任何符合条件的股份公司欲发行境内上市外资股均须在国家下达的计划规模中安排，即取得额度批文。