

总第六十一辑 2005

金融法苑

Financial Law Forum

北京大学金融法研究中心 编

- 从“彩世塔案”说起——兼评我国当前的彩票体制
- 论电子商务对传统税收制度的影响
- 网上证券交易的跨境监管模式
- 对大股东掏空上市公司行为应进行刑法规制

2005

金融法苑

Financial Law Forum

北京大学金融法研究中心 编



中国金融出版社

责任编辑：李柏梅 李融

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

金融法苑. 2005 年. 总第六十一辑/北京大学金融法研究中心编. —北京：中国金融出版社，2005. 4

ISBN 7-5049-3670-7

I. 金… II. 北… III. 金融法—研究—丛刊
IV. D912.280.4-55

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 027112 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190 (010)66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832 (010)63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833 (010)82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河印务有限公司 (瑞丰)

尺寸 148 毫米×210 毫米

印张 4

字数 108 千

版次 2005 年 4 月第 1 版

印次 2005 年 4 月第 1 次印刷

定价 9.00 元

如出现印装错误本社负责调换

金融法苑 Financial
Law Forum

总第六十一辑 2005

目录

Contents

热点透视

- | | | |
|----|------------------------------|-------------------|
| 1 | 我国证券公司治理缺陷的根源及其出路 | 黄运成
曹里加
李 杨 |
| 12 | 从“彩世塔案”说起——兼评我国当前的彩票体制 | 易晓洁 |
| 23 | 我国房地产投资信托
(REIT) 的实践和立法初探 | 张 蕾 |
| 35 | 论电子商务对传统税收制度的影响 | 利仕腾 |

金融法庭

- | | | |
|----|-----------------|-----|
| 46 | H 公司股票终止上市行政复议案 | 张政燕 |
|----|-----------------|-----|

收购与兼并

- | | | |
|----|------------------------------------|-----|
| 61 | 如何导演这一幕戏——论我国上市公司收购
法律制度的完善 (下) | 比 迅 |
|----|------------------------------------|-----|

- 75 TCL 集团吸收合并 TCL 通讯
申银万国
证券股份有限公司
收购兼并总部

证券实务与法律

- 86 网上证券交易的跨境监管模式
陈舜

银行实务与法律

- 94 全球化视角下的我国商业银行次级债“热”(下)
郭雳

基础法制

- 104 借款合同分析
张谷

金融犯罪

- 113 对大股东掏空上市公司行为应进行刑法规制
岳霞

热点透视

我国证券公司治理缺陷的 根源及其出路

黄运成 曹里加 李杨*

一、我国证券公司治理的主要特征

公司治理是公司内部的一系列制度安排和激励约束机制，是公司进行内控、防范风险和搞好经营的基础。我国证券公司治理是在长期发展过程中形成的，有其独特性，这种独特性反映了我国转轨经济的独特特征。主要表现在以下方面：

（一）“最完备”的公司治理形式

应该说，从模式特征看，我国证券公司融合了世界上多种公司治理模式的特点，具有最完备的公司治理形式。英美公司普遍采用所谓“一会制”的治理模式，被称为“董事会中心主义”，即董事会由股东大会选举产生，公司中不另设监事会，公司的 CEO 常常兼任董事长和总经理，总揽公司的经营大权，对经营决策机构的监督是通过独立董事制度进行的。德日公司采用“两会制”的治理模式，在具体设置上，德日两国又稍有差别。德国公司中，由公司外部人

* 作者单位：中国证券监督管理委员会上海稽查局。

士及公司员工组成监事会,承担监督公司经营活动的职能,监事会任命董事,监督董事会执行业务,监事会和董事会呈垂直双层状态。日本公司的董事会、监事会均由股东大会选举产生,并存于股东大会之下。而我国证券公司(以及其他众多建立了现代公司制度的企业)可以说建立了“最完备”的治理模式:最初受德日模式影响,建立了“两会制”结构,即执行决策职能的董事会和监督职能的监事会,后又受日本商法影响,监事会规模不大且处于从属地位。发展过程中又进一步借鉴美国经验,引入了独立董事制度。至此,我国证券公司形成了从形式上看“最完备”的内部治理结构。

(二) 股权高度集中

公司治理的基础是股权结构。我国证券公司股权结构的特点是高度集中化。广发证券和国通证券的两项内部研究表明:我国证券公司前十大股东持股比例都接近 60% 或在 60% 以上,股权最集中的国信证券,前五大股东持股比例竟占到了 95.1%,其中持股比例最低的也达到了 28%。第一大股东的持股比例均在 9% 以上^①。已上市的中信证券,根据其 2003 年的年度报告显示,截至 2003 年 12 月 31 日,其前十大股东的持股比例也达到了 69.7%。股权集中还表现为股东人数极少,除国泰君安有 136 家股东外,其他综合类券商(上市公司除外)的股东都不超过 50 家。这与英美公司形成鲜明对比。英美公司的一个共同特征是股权的高度分散。以美国前十大投资银行为例,它们的股权极为分散,主要表现在三个方面:第一,机构投资者股东虽然占有较大比重,但却被为数众多的机构投资者所分散。例如摩根斯坦利的机构投资者持股比重为 54%,这部分股权分散在 1822 个机构投资者手中;美林证券的机构投资者持股比重为 63%,它们分散在 1260 个机构投资者手中。第二,投资银行的股权集中度较低。若以前五大股东持股比例作为股权集中度的衡量指标,

^① 范小霆:《我国证券公司股权结构与治理缺陷》,载《南开经济研究》,2003(6)。

则美国前十大投资银行的平均股权集中度仅为 16.7%。其中,沃特豪斯集团公司的股权集中度仅为 3.34%。第三,个人投资者所拥有的股权占有重要地位。十家公司中个人投资者平均持股比重为 53.5%,其中高盛的个人投资者股东持股比重高达 86%。^①

(三) 主要控股股东的“非人格化”

股权结构的特征主要体现在控股股东的特征上。我国绝大多数证券公司的主体脱胎于旧的计划经济体制,公司的控股股东几乎都是机构法人,且大部分是国有法人(中央政府或地方政府所有)。不论从理论上还是从实践中都可以看出,单纯的股权分散、相对集中,或高度集中并不必然导致公司治理效率上的差别,甚至在很多时候,股权的高度集中由于使大股东的利益和公司的利益高度一致而使公司极具效率(业主制企业是一个极端的例子)。因而公司股权结构最本质的差别表现在股东类型上。公司治理的溯源——代理理论所着力解决的是在市场经济条件下的委托代理问题或代理成本产生与削减问题。这一理论视个体产权基础的存在为当然的前提。美国投资银行以个人持股为主,当然是符合这一前提的;德日证券公司的股东以法人为主,但同样可以追溯到某个或某些“自然人”,也是符合个人产权前提的。而国有产权中的“国家”作为一个集合名词,它是一个虚拟的非人格化的主体,它既不是自然人,也不是财团法人或社团法人,它的终极所有权只能以某种法律的方式授予政府来行使。因此,政府与企业之间的关系并不是委托人与代理人之间的关系,而是代理人与代理人之间的关系。“在公有制企业庞大的体系中,实际上活动着的全部是形形色色的代理人,而没有可以追溯的最后委托人。”以国有法人为主要股东的中国的证券公司具有传统国企的浓厚特征,“完全不同于个人私有产权基础上集合起来的合作制或股份制”^②。其“非人格化”的空泛的产权形式,一方面使我国证

^① 依据相关公司 2000 年 9 月 12 日的市值计算。

^② 周其仁:《公有制企业的性质》,载《经济研究》,2000(11)。

券公司表面上具有完备的现代内部治理结构形式,另一方面又存在着广泛的治理失灵。

(四) 股权流动性差

由于我国证券公司的股份基本上都是国家股和法人股,绝大部分证券公司都是非上市公司,因此,股权的流动性非常低,国有股权基本上不流动,无法通过集中交易市场实现转让。中信证券虽然是一家上市公司,但其非流通股达到了近84%。主流的转让模式是场外法人股协议转让或国有股的无偿划拨。而美国投资银行的股权则具有高度的流动性。十大公司活性股^①平均所占比重为68.8%,爱德华公司达98.8%,摩根斯坦利为98.2%。

二、我国证券公司治理中的主要缺陷

应该承认,可以照搬照用的、适用于各国的、最优的公司治理模式是不存在的,是一种理论乌托邦。各种治理模式融合了各国经济、文化和市场发展的历史,各具优劣。好的公司治理模式是公司内控和风险防范的基础,是取得经营效率、提高核心竞争力的制度前提。分析我国证券公司治理的模式,笔者发现,其存在的问题是:

(一) “内部人”控制严重

形式上的完备并没有导致治理效果的完美。近几年来我国证券公司的大面积亏损,甚至全行业亏损,虽然有一定的外部市场原因,但内部治理失灵却是导致券商困境的根源之一。我国证券公司在股东会、董事会、监事会、高级管理层的组织设置及相应关系的界定上有很大随意性。董事长的身份界定模糊,董事会与经理层之间,董事长与总经理之间责任分工不明,有不少券商的一把手甚至身兼两职。股东大会流于形式,董事会治理机制虚置,监事会由于其非独立性不可能形成对财务状况、董事及管理层的监督。在这种

^① 所谓活性股,指扣除公司高级管理人员和员工的内部持股、持股比例达5%以上的股东所持股票以及其他在交易上受限制的股票后其余交易比较活跃的股票。

权力制衡的真空状态中，公司的实际经营决策大权主要由公司高管人员掌握，形成严重的内部人控制。

美国公司包括投资银行同样存在“内部人控制”问题，但与我国的情况很不相同。从其成因上看，美国公司的内部人控制是由于其高度分散的股权结构造成的，持股比例极低的个人对公司内部治理参与的理性方式是“搭大股东的便车”，其“内部人控制”表现为“管理者剥削股东”。我国证券公司的“内部人控制”实质上是“大股东的层层代理人剥削所有股东和利益相关者”^①。对于美国公司来讲，这一问题可以通过高度发达的资本市场、活跃的控制权市场、完善的法律体系和严格的市场监管来解决，起到补充内部治理机制的作用。而对于我国证券公司来说，这些外部治理机制能起的作用很小。

（二）内部控制“真空化”，潜在风险大

权力制衡的治理机制形成内部风险控制的基础。若制衡机制无效，内部控制肯定流于形式。我国证券公司风险责任承担主体不明确，无人关心内控，但同时享受利益的主体却很明确，因此，大家关心利益，而且是不控制风险下的短期利益。若公司治理不能对风险控制提供有效支持，便会积聚风险、引发风险，造成对投资者和利益相关者的损害。统计显示，2002年有近1/4的证券公司，其内部控制存在重大缺陷。

我国券商普遍的违规经营在业内已是公开的秘密，方式通常包括违规炒作股票、挪用客户保证金、违规国债回购、借发债名义违规融资等。据有关方面统计，目前有1/3的券商存在严重风险。

^① 有人认为我国证券公司的问题是“大股东剥削小股东”，这实际上是德日公司的治理问题，正如前面所述，我国证券公司的大股东并非真正的委托人，“实际上活动着的全部是形形色色的代理人”。

表 1 近年来被中国证监会或其他部门查处的券商

券商	查处时间、原因	处理方式
万国证券	1996 年 7 月, 国债期货投机失败	与申银证券合并重组为申银万国证券
锦州证券	2002 年 7 月, 违规经营	通过增资扩股更名为广发北方证券
鞍山证券	2002 年 8 月 9 日, 违规经营	被中国证监会撤销
大连证券	2003 年 4 月 5 日, 违规经营	被中国证监会责令关闭
富友证券	2003 年 6 月, 违规经营	被中国证监会撤销
佳木斯证券	2003 年 11 月, 违规经营	被中国证监会撤销
新华证券	2003 年 12 月 5 日, 违规经营	被中国证监会撤销
南方证券	2004 年 1 月 2 日, 违规经营	被中国证监会行政接管
云南证券	2004 年 4 月 2 日, 违规经营	被中国证监会行政接管
爱建证券	2004 年 2 月 21 日, 违规经营	董事长刘顺新因涉嫌经济犯罪被刑事拘留

资料来源：根据中国证监会和其他相关网站资料整理。

表 1 中的资料显示, 从 2002 年开始, 中国证监会加大了对违规券商的惩处力度。2003 年 8 月份, 在证券公司座谈会上, 中国证监会对证券公司规定了三项严格制度: “严禁挪用客户交易结算资金, 严禁挪用客户委托管理的资产, 严禁挪用客户托管的债券。” 资本市场将这三项制度称之为“三项铁律”。但是, 证券公司的治理缺陷使内控严重失灵, 风险仍在积聚, “铁律”被践踏。

三、形成我国证券公司治理缺陷的主要原因

证券公司治理的缺陷从微观结构上找不到原因, 造成缺陷的根本原因是制度失灵。

(一) 执法主体软约束

从我国资本市场建立之初开始, 立法机构、国务院就发布了一

系列涉及证券经营机构监管的法律、法规和文件，包括《中华人民共和国证券法》、《股票发行与交易管理暂行条例》等。此后，在市场和证券公司发展过程中，监管机构又发布了一系列规范性文件和执行细则，包括：《证券经营机构证券自营业务管理办法》、《证券经营机构高级管理人员任职资格管理暂行办法》、《关于进一步加强证券公司监管的若干意见》、《证券公司高级管理人员谈话提醒制度实施办法》、《证券公司客户资产管理业务试行办法》、《证券公司治理准则（试行）》、《证券公司内部控制指引》、《关于加强证券公司营业部内部控制若干措施的意见》和《证券公司管理办法》等。目前，《证券公司监管条例》正在酝酿之中。这些法规条例对规范资本市场环境，促进证券公司发展，完善证券公司治理结构起到了积极的作用。

但是，仅有文字上的法律法规是不够的，法律法规的落实还需要司法和执法主体的独立、严格执法。执法过程中要有高度的透明度，这也要求新闻媒体发挥较强的监督作用。但目前，在我国这些条件都达不到。虽然已经形成了较为完备的法律法规体系，但由于（1）中国社会长期以来习惯以意识形态约束、道德约束替代法律约束；（2）“权大于法”的意识根深蒂固；（3）司法体系的不独立，执法主体的不独立；（4）法律法规的操作性不强；（5）执法上的任意性、随意性等原因，使得这些法律法规在很大程度上被弱化，法律的效力大打折扣，严肃的法律制度演变为执法机构手中的软刀子，法律的硬约束退化为执法机构的软约束。这一现象在我国各个领域普遍存在，并非仅仅局限于资本市场，它是由整个社会的环境、司法体制所决定的。监管机构一再强调监管，但很多监管方案却很难执行下去，“非不为也，实不能也”。

（二）“双重身份”掩盖下的政府行政干预

政府在经济生活中有双重身份，即管理者和股东。管理者的身份有利于政府参与到证券公司的微观经济活动中，同时政府特别是地方政府还是大部分证券公司的控股股东。其施加的影响成为我国

证券公司治理机制中极具“中国特色”的一点，并已成为完善我国证券公司治理的主要障碍。地方政府主要通过对证券公司高层人事的安排（甚至安排主要股东）来实现自己的意志。一些地方政府以大股东身份直接任免证券公司的高管人员，使公司高管人员的约束激励机制扭曲，证券公司出现“泛行政化”趋势。此外，由于经济体制改革过程中政府职能转变的滞后，地方政府往往从地方局部利益出发或某些利益集团的私利出发，过多地插手或干预证券公司的设立、重组和增资扩股工作。目前，证券市场的低迷、证券公司的亏损成为市场共同关注的问题。在这种市场状况下，合乎经济理性的市场行为应当是退出，这包括转让股权、收购兼并以及关闭等等。但是，现实的情况则是，证券公司的数量稳定地保持增长，即使是在市场的低迷阶段，证券公司基本上也是只进不退。从1998年到2002年，证券公司的家数分别是84家、87家、94家、102家、125家^①。近年来仅有的几例退市案例是通过合并或撤销等方式所进行的“被动型”退市。地方政府所想的是如何把当地的证券公司做大、做多，而不是关闭、退出。这一方面使单个券商达不到规模经济，另一方面致使市场的恶性竞争现象严重，使“超产权”理论所推崇的竞争机制也不能发挥其相应的治理作用。

日本由于历史和传统的原因，也强调政府对经济的干预，认为企业的财产不能完全由民间拥有和管理。但日本政府是通过掌握银行信贷资金规模间接地控制企业，不同于我国的直接干预。美国的意识形态和政治传统向来都倾向于“平民主义”，人们对权力的集中有一种持久的不信任感，由此使得美国经济呈现一个很重要的特征：即奉行自由主义市场经济和个人本位主义。其公司制度也因此一开始就根植于传统的自由资本主义土壤中，政府在传统上习惯于远离市场，例如对投资银行的管理就是通过证券监管机构以法律手段进

^① 巴曙松：《破解券商“只进不退”》，载《国际金融报》，2003-10-14。

行的。与日本和美国的情况相比，我国政府管理的实质内容是政府的行政干预。

（三）资本市场过度行政化

金融市场由于具有信息不对称、激励不相容和责任不对等的先天特性，防范“道德风险”必然要求严格的监管。而根据我国现阶段的各种情况，维护金融稳定与防范金融风险成为管理层着重考虑的问题。因此，加大市场监管力度成为我国资本市场发展的前提和条件。一些重大措施的出台囿于历史上的特殊环境，有其必然性。但是，由于政府很少受到权力的约束，改革的动力不足，改革的步伐严重滞后，致使形成了我国资本市场发展中的过度行政化。对于证券公司，主要表现在对其融资渠道和业务范围的限制。出于稳定货币市场的考虑，证券公司被禁止从银行获得合法的融资；除中信证券和宏远证券外，其他证券公司都没有上市，造成证券公司没有一条可以利用的作为支撑其实现长期、稳健及合法经营的资金渠道。同样出于防范金融风险的目的，我国资本市场不允许进行信用交易，不存在金融衍生产品市场，这种缺乏“对冲机制”的现象减少了证券公司防范风险的渠道。在种种限制下，证券公司无法形成“自生能力”，违规经营成为证券公司的一种生存选择。

（四）市场约束弱化

资本市场的种种约束力量形成公司重要的外部治理机制。在美国，充分竞争的经理人市场、产品市场、活跃的控制权市场、独立的外部审计机构、资信评级机构、专业媒体和成熟的机构投资者等所形成的制约有效地弥补了投资银行内部治理的不足，成为美国公司治理的显著特征。

在我国，由于资本市场过度行政化，影响了市场的发育程度，弱化了市场力量对证券公司形成的约束。经理由政府部门指定；产品市场的竞争在层层“保护”下进行；基本不存在市场化的控制权的争夺；相当一部分资产评估事务所、会计师事务所和审计师事务

所等社会中介组织在自身公司制度上存在问题,在执业过程中的作假活动较为突出。有关部门抽查了 32 份上市公司的审计报告,其中 23 份有严重问题。依靠这些力量约束证券公司行为,无异于缘木求鱼。

四、完善我国证券公司治理机制的思考

(一) 硬化法律约束

法律约束软化的根源在于无约束、无边界的政府权力无法形成至关重要的权力制衡。此外,在当前我国立法与司法获得了长足进步的同时,执法能力却没有同步增长,甚至有所削弱,成为法律体系建设中的制约因素。“仅仅颁布众多规则和法规远远不够,它们必须被持续、公平、透明地执行下去。规范市场的办法只有一个,那就是执行,执行,再执行!”因此,唤醒民众的权利意识,树立“权生于民”、“权力制衡”的思想,建立“有限政府”,通过法律而不仅仅是靠政府自律来规范政府的行为,同时,大力加强执法制度的建设,是当前法律约束硬化的基础和根本。

(二) 合理调整政府与企业在市场经济中的定位

诺贝尔经济学奖获得者诺斯曾指出,国有经济的发展,和政治市场的效率密切相关。证券公司的治理问题形式上是微观的,而实质上却是宏观的,应该放在一个更为广泛的视野中来理解和解决。

首先,在市场经济中,政府对经济的干预基本限于稳定和刺激宏观经济,提供公共产品,消除外部性,对少数特定行业实行规制,制定市场规则,并监督市场主体对市场规则的遵守与执行等。风险防范、经济增长、国有经济部门的利润等尽管也至关重要,但本属于市场的,就应该还给市场决定。这样政府的责任减轻了,政府管制的程度也就会适度。其次,通过产权制度的重建以明确政府与企业的边界,调整政府与证券公司(及其他国有企业)之间的关系,并通过制度创新以保障新产权制度,才是解决问题的根本出路。

（三）适度分散股权

明晰的、可追溯到“自然人”的、受到尊重与保护的产权是资源优化配置和产业可持续发展的基本前提。证券公司产权结构的适度分散化、民营化是当务之急。虽然券商要求政策支持时理由往往是其作为金融机构具有极大外部性，一旦出现问题可能“牵动整个金融链条”，甚至导致金融危机。但是，实际上，和存款类机构不同，证券业本质上属于竞争性行业。当年中国香港百富勤濒临破产，期望香港政府施以援手，而香港政府的回应很简单：惟有存款类机构才可考虑由央行发挥最后贷款人作用，券商不在此列，没有理由施以援手。后来证明，香港政府的选择完全正确。股权的民营化不仅符合我国国有经济“有进有退”的政策精神，也是解决我国券商内部治理形式化、表面化，外部治理政治化、政策化的根本所在。金融资源的产权界定形式有三种，即法律界定、政府界定、市场交易界定，单纯依靠法律界定和政府界定是不够的，必须通过市场化的产权交易对产权的界定进行补充。因此，要加快金融产权交易市场建设，通过产权交易完成闲置金融资产或低效配置金融资产的收购，充分利用金融资源，提高金融资源的配置效率。

（四）增加政策的前瞻性、透明性

证券公司本是改革后的新生事物，但由于复制了原有金融机构产权不清的特征，使其又成为新的改革对象；借鉴德日的“两会制”设立监事会作为监督机构，出现现实监督缺位后又立即引入美国的独立董事制度，造成了两部门职能的冲突和监督成本的增大，而实际监督问题仍未解决。这些现象都说明，我国相关部门在政策制定上缺乏前瞻性，还说明职能分割导致的不协调和透明度低等问题。因此，应加强基础性问题的研究，避免和减少“头痛医头，脚痛医脚”的“救火政策”，增加政策的前瞻性。

从“彩世塔案”说起 ——兼评我国当前的彩票体制

易晓洁*

一、“彩世塔案”背景

“彩世塔案”，是指深圳市彩世塔投资发展有限公司在承销彩票过程中作弊，摸回 5806 万元奖金的案件。彩世塔公司，被认为是中国彩票业最大的私人承销商之一。在 2001 年 12 月到 2002 年 11 月不到一年的时间里，彩世塔公司利用承销彩票之机，先后在广东省、浙江省、上海市、重庆市、甘肃省、辽宁省、江苏省等省市的 17 个城市作弊 20 起。2002 年 11 月，彩世塔案发于江苏省扬州市，至 2004 年 3 月 25 日，扬州市中级人民法院以“非法经营罪”做出一审判决：彩世塔公司董事长张世鹏被判处有期徒刑 14 年，剥夺政治权利 4 年，并处罚金 2500 万元；财务总监裴秀萍（张世鹏之妻）被判处有期徒刑 13 年，剥夺政治权利 3 年，并处罚金 2000 万元；其他 8 名涉案人员分别被判 2 年到 11 年不等有期徒刑，另有 5 名涉案人员被处罚金。彩世塔公司非法所得 4448.8 万元（5806 万元大奖奖金，扣除上缴税金 1161.1 万元和购买彩票的 196 万元费用后所余部分）被如数没收。由此，该案件被称为迄今为止“国内案值最高、

* 作者单位：北京大学金融法研究中心。