

中国新股发行系 统化改革研究

李哲◎著



中国社会科学出版社

中国新股发行系 统化改革研究

李哲◎著



下

中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国新股发行系统化改革研究 / 李哲著. —北京: 中国社会科学出版社, 2013. 6

ISBN 978 - 7 - 5161 - 2795 - 7

I. ①中… II. ①李… III. ①股票市场 - 市场改革 - 研究 - 中国
IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 126146 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 王半牧
责任校对 林福国
技术编辑 王炳图

出 版 **中国社会科学出版社**
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 (邮编 100720)
网 址 <http://www.csspw.cn>
中文域名: 中国社科网 010 - 64070619
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京奥隆印刷厂
装 订 北京市兴怀印刷厂
版 次 2013 年 6 月第 1 版
印 次 2013 年 6 月第 1 次印刷

开 本 880 × 1230 1/32
印 张 8.375
插 页 2
字 数 200 千字
定 价 28.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社联系调换

电话: 010 - 64009791

版权所有 侵权必究

目 录

第一章 导论	(1)
一、研究背景和选题的意义	(1)
二、关于研究对象的说明	(4)
三、国内外相关研究综述	(6)
四、研究思路、基本框架和研究方法	(12)
五、研究重难点及其研究创新点	(16)
第二章 新股发行的理论基础	(18)
第一节 新股发行：制度、体制与机制之辨	(18)
一、制度、体制与机制的内涵	(18)
二、制度、体制和机制之比较	(22)
三、新股发行：制度、体制和机制	(24)
第二节 新股发行：监管、管制与准入之辨	(26)
一、监管、管制与准入的内涵	(26)
二、监管、准入与管制之比较	(31)
三、新股发行：监管、准入与管制	(33)
四、新股发行的价值选择	(34)
第三节 新股发行的理论基础	(42)
一、马克思国家干预经济必要性理论回顾	(42)
二、西方经济监管必要性理论述要	(50)
三、新股发行监管必要性的经济学分析	(52)

四、新股发行监管必要性的法学分析	(60)
第三章 新股发行：内涵与外延	(66)
第一节 新股发行内涵	(66)
一、新股发行的概述	(66)
二、新股发行的内涵	(68)
三、新股发行与 IPO	(69)
第二节 新股募集与承销	(71)
一、新股募集	(71)
二、新股承销	(75)
第三节 新股估值与定价	(77)
一、新股估值	(77)
二、新股发行定价的形式	(82)
三、新股发行定价的方式	(85)
第四节 新股发行市场	(89)
一、新股发行的基本理念	(90)
二、新股发行的法理基础	(93)
三、发行市场特征与功能	(96)
四、发行市场准入制度	(98)
第四章 海外新股发行：考察与借鉴	(114)
第一节 海外市场监管与新股发行	(114)
一、海外金融市场监管	(114)
二、海外证券市场监管模式	(124)
三、海外新股发行制度——以美国为例	(126)
第二节 海外新股发行的基本经验	(130)
一、凭借“法律加契约”提升监管效率	(130)
二、拥有高度透明的发行机制	(132)
三、分离发行监管与上市监管	(133)
四、赋予监管者强大的主动执法权力	(135)

五、建立扭转顺畅的多层次的资本市场体系	(136)
第三节 海外新股发行对中国的启示	(138)
一、重塑理念,把保护投资者利益放在首位	(138)
二、平衡政府监管与市场自律的关系	(139)
三、完善证券市场运行机制	(140)
四、培育市场契约精神和信用机制	(141)
五、构建中国特色证券监管模式	(142)
第五章 中国新股发行:演进、问题与原因	(144)
第一节 新股发行演进及评价	(144)
一、新股发行准入制度的演变	(144)
二、新股发行定价机制的演化	(156)
三、新股发行方式的变迁	(160)
四、新股发行所发挥的作用	(163)
第二节 新股发行产生的主要问题	(165)
一、新股发行效果差	(166)
二、发行市场融资效率低	(170)
三、中介机构未发挥应有的作用	(172)
四、中小投资者合法利益保护不足	(174)
五、中国资本市场发展受阻	(176)
第三节 新股发行问题产生的原因	(177)
一、股票市场战略定位出现偏差	(177)
二、历史遗留问题制约市场功能发挥	(179)
三、监审不分、发审委制度失灵	(182)
四、缺乏有层次的市场结构	(186)
第六章 中国新股发行:改革与发展	(189)
第一节 新股发行改革发展的重大意义	(189)
一、有利于形成市场化新股定价机制	(190)
二、有利于推进新股发行相关配套改革	(192)

三、有利于改变中国扭曲的股市文化	(193)
四、支持实体经济又好又快发展	(194)
第二节 新股发行改革发展的目标与原则	(195)
一、新股发行改革发展的目标	(195)
二、新股发行改革发展的原则	(196)
第三节 新股发行改革发展的思路	(200)
一、作为子系统的新股发行	(200)
二、完善市场经济的运行机制体制	(202)
三、完善资本市场及其制度安排	(206)
四、新股发行的创新与完善	(214)
第四节 新股发行改革发展的路径选择	(222)
一、建立健全证券市场法律制度	(222)
二、完善证监会的市场监管权	(227)
三、培育契约精神和市场信用机制	(231)
四、构建中国特色“一主三辅”多层次资本市场 体系	(234)
第七章 主要结论与待探讨的问题	(245)
一、主要结论	(245)
二、有待进一步探讨的问题	(247)
参考文献	(248)
后记	(261)

第一章

导 论

一、研究背景和选题的意义

20 世纪 90 年代以来，在信息技术的推动下和经济全球化的背景下，资本证券化和金融自由化浪潮风起云涌，国际资本频繁流动且影响深远，给各国（地区）的资本市场带来了深刻而重大的变化。一方面，在资本全球化的浪潮中，大批企业进入国际资本市场发行融资，海外上市，异地上市以及多市场同时上市的公司规模和发行数量日益扩大；另一方面，全球资本配置使得投资者大量投资境外证券，使得境外投资，跨境交易日益频繁。特别是进入 21 世纪以来，在新的金融理论和信息技术的支持下，全球资本市场在产品和组织上的金融创新日新月异，发展千变万化，从交易所交易基金（ETF）到混合型金融工具，从金融衍生产品到各类信贷产品和奇异型期权交易品种，各类金融工具层出不穷。随着国际金融竞争的加剧和法律监管限制的不断突破，金融机构和金融业务的界限日益模糊，混业经营的趋势不断增强，不仅形成了一批大型的跨国金融控股集团，而且以共同基金、保险基金和信托基金为主的机构投资者迅速崛起，它们在证券市场中发挥出日益显著的主导作用。与此同时，随着新兴经济体国内经济逐步驶入快车道，其资本市场也加快了开放的步伐，和国际市场的联系日益紧密，成为全球金融市场不可忽视的重要力量。另外主要

发达国家利率较低，而新兴经济体国家货币升值预期强、流动性充沛，国际资本向这些国家（地区）流入量有所增加，并因此增加出现通货膨胀和资产价格泡沫的风险，这客观上对国际资本市场都提出了更高的要求。

自 1990 年以来，中国证券市场经过 20 年的发展，从无到有，从小到大，从不规范到逐步规范，取得了骄人的成绩，令世界瞩目。伴随着中国证券监督管理委员会成立，中国证券市场开始了一系列面向市场化的新股发行制度改革，从额度制到审批制再到核准制，中国新股发行制度不断演进。作为进入证券市场的重要“入口”，自 20 世纪 80 年代首只公开发行的股票以来，新股发行市场已向社会公开发行上市公司股票超过 2400 家，截至 2012 年底，从总量上看，沪深股市总市值超 23 万亿元，流通市值 11 万亿元，市值全球排名第三位，境内资本市场累计为企业融资超过 5.4 万亿元，其中累计为企业股票融资 2.5 万亿元。从结构上看，在近 1.33 亿户股票投资者开户数中，107 家证券公司管理客户资产达 9.66 万亿元，61 家基金管理公司共管理 502 只基金，基金净值 2.55 万亿元，机构投资者成为市场主体；而中国资本市场证券化率，即总市值占国民生产总值（GDP）的比重已经超过 100%，而这一比率在 2005 年年底还不足 18%。中国证券市场用 20 年的时间发展到如此规模，走过了国外发达国家需用 100 年才能走完历程。这样的加速度和傲人成就足以让人对中国证券市场的发展充满无限的遐想。

但作为新兴加转轨的资本市场，中国新股发行市场还存在一些突出问题，这里既包括历史遗留下来的老问题，也包含了由于经验不足，在发展过程中产生的新问题。比如中国石油（601857.SH，以下简称“中石油”）以超 20 倍市盈率，开盘价为 48.6 元，较发行价上涨 191% 开盘，从发行首日开始下跌，直至股价跌去 70%，这个“亚洲最赚钱的公司”回归 A 股市场让中小股民对中

国石油的未来充满了无限的向往，也为他们在二级市场上天价接盘埋下了祸根。而七年前在香港上市的 H 股却节节攀升，十足让国外的投资者赚了一把。股市素有国家经济“晴雨表”之称，为什么本国的投资者在二级市场购买股票不能分享中国经济成长的红利，又为什么本国投资者更难以分享到诸如“亚洲最赚钱的公司”业绩高速增长带来的股票增值的高收益？在中国股票一级市场上一直就存在高收益、零风险的现象，奇高的发行价和上市首日的暴利，使得“打新股”成为中国股票市场一道特有的风景线。在以“资金为王”的新股发行时期，以中石油为代表的大盘股的发售，使得银行存款大搬家，冻结资金动辄百亿千亿，申购中石油资金甚至达到 3.3 万亿，占到当时全国银行储蓄余额的近 10%。如此巨额的申购资金为追逐一只股票在资本市场上频繁流动，其存在的金融风险不容忽视，尽管资本的逐利性是其本质特征之一，但促成资本涌入股票发行市场博取短期暴利的制度性因素——新股发行改革不得不提到议事日程上来。

近些年来，关于中国新股发行体制缺陷的话题一直就是中国资本市场的热点，有关新股发行改革和加强对中小投资者保护的呼声日益高涨，理论界对新股发行制度改革的建言建议也不甚枚举，证券市场的监管机构也的确对新股发行制度进行了不断探索和艰难改革。就目前证券市场总体来看，一方面，股票价格暴涨暴跌，投资者保护状况并未从根本上得到改变；另一方面，就目前理论界关于新股发行改革的政策建议大部分并未采纳，从一个侧面说明这些来自国外发达资本市场的理论与中国资本市场实际有着相当大的距离，政策实施跳跃性强、幅度大，并不利于中国资本市场的稳定健康发展。因此，新股发行制度改革的结果始终不尽如人意。由于改革涉及社会各个层面，又牵涉到巨额利益的分配等敏感问题，要找到一个十分合理、又能够充分满足各方要求的安排难度很大，这就造成了股票市场陷入“新股发行”

就应声下跌，而低迷的股市又无法发挥其融资功能的两难境地。

新股发行关系到整个资本市场的长期可持续发展，影响十分深远。作为资本市场基础性制度之一，新股发行有着举足轻重的作用。它不仅影响着证券的发行价格，还制约着发行市场短期价格形成；不仅对交易市场的走势形成制约，还影响到证券市场整体的估值水平。无论是成熟还是新兴市场，都建立了较为完备的证券发行审核制度，目的是通过对有价证券发行上市行为的一系列制度安排，保护投资者利益，实现市场的持续健康发展。中国新股发行的改革与完善，对于发挥资本市场投融资功能，推动落实国家大力发展直接融资的发展战略，全面振兴中国股市，促进资本市场的健康发展，实现中国股市由大国向强国转变具有重要的理论和现实意义。

二、关于研究对象的说明

理论上，证券等同于有价证券，有价证券又有广义和狭义之分。广义的证券包括商品证券、货币证券和资本证券，而狭义的有价证券即指资本证券。传统上，证券主要包括了股票、债券和证券投资基金等有价证券，三者之间既有区别又有联系。

股票是证券市场最核心的组成部分，其发行涉及的面最广，代表性最强，证券发行监管制度的核心内容是股票发行决定权的归属。债券根据其性质可划分为国债、金融债、企业债等，国债由于其发行人仅限于一国中央银行或者财政部，认购者也仅限于机构投资者，发行条件通过直接谈判确定，因此其一级市场的发行制度比较特殊；金融债是由银行和非银行金融机构发行的债券，用于弥补其资金来源不足。在英、美等欧美国家，金融机构发行的债券归类于公司债券，而在中国及日本等国家，把金融机构发行的债券单独列出来，称为金融债券。由于银行、非银行等金融机构在一国经济中占有较特殊的地位，政府对它们的运营都有严

格的监管,因此金融债券的资信往往高于其他非金融机构债券,违约风险相对较小,具有较高的安全性;在国外发达国家中,企业债或者公司债的发行属于公司法定权力范畴,只需登记注册,其发行成功与否由市场来决定,而在中国,企业债是指由中央政府部门所属机构、国有独资企业或国有控股企业发行的债券,而绝大多数央企或者国有独资企业都是通过股票市场上市发行,因此企业债的发行规模非常有限,债券管理制度也多集中在国债和企业债券的交易和回购上面。证券投资基金起源于英国,在世界各国的称谓都不尽相同,但其作用都在于:将众多投资者的小额资金汇集起来,由专家来管理与运作,为中小投资者提供了新型的投资工具,拓宽了投资者的投资渠道;与此同时,证券投资基金也有利于证券市场的稳定发展。

综上所述,尽管三者都属于有价证券,但主要区别在于它们筹集资金的投向不同,股票和债券是直接投资工具,发行人主要通过资本市场筹集的资本,用于投向生产等实体产业,而基金则是间接投资工具,主要是证券市场的一种金融工具。虽然股票和债券在筹集资金的投向上相同,但所放映的经济关系和风险水平也有较大差异,股票反映了所有权的关系,而债券放映了债权债务关系。投资于股票的风险要大于债券的风险,这是因为股票的市场价值取决于发行公司的未来经营业绩,而其预期收益极大的不确定性,使得股票持有人在获取资产增值的同时,还面临着预期收益不能实现甚至连本金都遭到损失的可能性,而相比较来看,债券的直接收益取决于固定的债券利率,收益虽然固定但风险低于股票。正是因为股票投资具有广泛的社会参与性和不确定性,涉及到无数投资者的切身利益,对国家经济、政治和社会文化乃至国际社会都会产生巨大影响,所以,证券市场中的监管主要集中在对发行量、影响范围广,不确定性和风险较大的股票的监管。

因此,本论文的研究的对象,除了特别说明外,证券发行主

要是指发行量最大，代表性最强的股票发行，而证券发行审核制度的核心内容是指股票发行审核制度；同时，由于股票的发行不仅包括股份有限公司首次公开发行，还包括上市公司增发新股、上市公司配股以及可转债等，如无特别说明，本书所研究证券发行仅指以股票为代表的股份有限公司的首次公开发行。

三、国内外相关研究综述

（一）国外相关研究综述

国外学者关于证券发行的研究主要体现在：

一是关于信息理论和证券监管的研究，这涉及证券发行信息披露监管制度和证券发行监管。关于信息的作用和监管的必要性的研究，比较著名的有，芝加哥大学教授法玛（Fama）的“有效市场理论”、施蒂格勒（Stigler）的《证券市场的公共管制》、路易斯·罗斯和乔尔·塞利格曼（Louis Loss, Joel Seligman）的《证券监管》（Securities Regulation）、波斯纳（Richard A. Posner）的《法律的经济分析》（北京：中国大百科全书出版社，1997年版），赞科夫、格莱泽：《新比较经济学》（载《比较》，2004，（10）：9—37）。

二是关于国外对新股发行监管效果的研究，主要从新股发行监管、信息披露监管和内幕交易的监管等三个方面来展开。其中对新股发行监管和信息披露监管的效果研究，主要是围绕美国《1933年证券法》颁布前后，美国政府独立监管部门——证券交易委员会（SEC）监管绩效展开。为检验美国证券监管机构实施注册制的监管效果，施蒂格勒（Stigler）（1964）将1933年前后新发股票购买者的投资收益变化进行了比较，发现注册制实施前1923—1928年5年内新发股票的投资收益和注册制实施后1949—1955年5年内新发股票的投资收益并无明显变化，因此认为SEC对股票发

行的监管没有改善投资者的状况。Stigler 同时还发现在注册制实施后,按照 SEC 新的监管要求,新股发行的质量并未产生令人满意的效果。

时隔 20 年后,西蒙 (Simon) (1989) 等人对新股监管效果做了进一步研究。芝加哥大学 Jarrell (1981) 运用 CAPM 模型,选取 1926—1939 年期间制造业股票的样本测算了股票发行的超额收益 (abnormal returns),以此来比较《1933 年证券法案》注册制实施前后新股发行的特征变化。通过检验并未发现新股投资者的平均超额收益 (损失) 在注册制实施前后存在明显差异的证据,信息披露的要求也并没有使 1933 年后新发股票的表现优于 1933 年前新发股票的表现。因此认为,SEC 对证券发行的监管是无效的。西蒙 (Simon) (1989) 运用罗斯 (Stephen Ross) 的 APT 模型分析了多种因素对超额收益 (abnormal returns) 的影响,其对新股收益的研究较其前辈更为复杂,不仅样本选取推及到包括首次发行新股在内的增发新股,而且按照上市要求不同区分在纽约证券交易所 (NYSE) 上市的新股和其他区域性证券市场上市的新股。计量分析的结果表明,《1933 证券法》中注册制对新股发行进行监管前后超额收益的均值无明显变化,但 1933 年后非 NYSE 区域上市的新股超常收益的离散程度明显降低。弗兰德 (Friend) 和赫尔曼 (Herman) (1964) 则驳斥了施蒂格勒 (Stigler) 的结论,认为对发行实施监管后收益波动的降低正是发行监管有效性的体现,因为发行监管降低了投资与新股的风险。

另外,小金库寺德 (Friend) 和威斯特菲尔德 (Westerfield) 在对信息披露监管研究中,为保证资本市场的公平和效率,认为信息披露的多比信息披露的少好,但信息的质量比数量更重要。

三是关于证券法律制度的研究,其中有关证券发行制度的研究有:国际律师协会商法部证券发行与交易委员会编写的《证券

管理与证券法》^①、托马斯·李·哈森的 (Thomas Lee Hazen) 《证券法》^②、莱瑞·D·索德奎斯特 (Larry D. Soderquist) 的《美国证券法解读》^③。

四是国外学者对证券发行上市制度的某些方面的研究,如对新股发行抑价和新股发行折价问题有较多的研究,其中关于新股抑价理论的代表人物有:拜伦 (Baron, 1982)、蒂尼奇 (Tinic, 1988)、格林布拉特·黄 (Grinblatt Hwang, 1989)、休斯和塔科尔 (Hughes & Thakor, 1992); 关于新股折价理论的代表人物有:洛克 (Rock, 1986)、韦尔奇 (Welch, 1989)、艾伦和弗巴伯尔 (Allen & Faulhaber, 1989)、贝威尼斯 (Benvenise, 1989, 1990)、麦凯利和肖 (Michaely & Shaw, 1994), 其观点散见于相关外文期刊中。

(二) 国内相关研究综述

国内学者对证券发行的研究,主要集中在以下三方面的研究之中:

一是关于海外证券市场的比较研究。代表性著作或文章有:郑振龙的《各国股票市场比较研究》^④、严武等的《证券市场管理国际比较研究》^⑤、洪伟力的《证券监管:理论与实践》^⑥, 谢百三的《证券市场的国际比较—从国际比较看中国证券市场的根本缺陷及矫正》^⑦。

二是证券发行监管的研究。林涌 (2004) 从股票发行决定权

① 群众出版社 1989 年版

② 中国政法大学出版社 2003 年版。

③ 法律出版社 2004 年版。

④ 中国发展出版社 1990 年版。

⑤ 中国财政经济出版社 1998 年版。

⑥ 上海财经大学出版 2000 年版。

⑦ 清华大学出版社 2003 年版。

角度对中国股票发行制度演进进行了考察；朱利（2005）在借鉴发达资本市场的成功经验的基础上，提出保证《证券法》的权威性、严肃性和可操作，同时也要赋予证监会相应的权限；卢春泉（2004）对中国现行证券发行监管制度的特点进行了深入的分析，提出了建立科学发行监管制度的目标，并就改进现行证券发行监管方式提出了一些具体设想；周冰（2004）在中国证券市场核准制的发行体制前提不变、通道制和保荐人并行的情况下，对核准制下发行监管法律法规变化及监管层思路进行了思考；朱武祥，成九雁等（2004）建立了一个投资者—上市公司—监管者三方主体博弈的动态模型，考察了中国股票市场发行市场化改革的历史演变和市场影响，说明管制放松为何会导致股票市场萎缩；此外，还有些学者在归纳国外影响新股发行制度的诸因素基础上，研究了中国证券发行制度变迁对中国证券市场绩效的影响，他们是庄序莹（2001），陈永生（2000），李恒光（2001），王允平、肖磊（2002），王莹（2003），吴林祥（2005），翁世淳（2006）等等。此外，相关研究的文献还有黄运成等的《证券市场监管：理论、实践与创新》^①、赵锡军的《论证券监管》^②、胡继之的《海外主要市场发行制度》^③、孙鹤鸣的《中日证券发行制度比较研究》^④、李稷文的《中国证券市场政府管制研究》^⑤。

三是关于证券发行监管的法律基础制度研究。如崔明霞的《证券发行制度研究》^⑥、李东方的《证券监管法律制度研究》^⑦、

① 中国金融出版社 1997 年版。

② 中国人民大学出版社 2000 年版。

③ 中国金融出版社 2001 年版。

④ 商业研究，2002，1。

⑤ 经济科学出版社 2007 年版。

⑥ 河北法学，2000 年第 6 期。

⑦ 北京大学出版社 2002 年版。

郭雳的《美国证券私募发行法律问题研究》^①等。另外,关于证券发行监管有效性的实证研究有:张霜等(2003),游士兵、吴圣涛(2001),闰国庆、刘炎、金玉坚(2005),陈超(2006)等对证券市场中的违法违规行为的研究;何德旭(2002)、王瑞英(2003)、孟辉(2004)等针对关联交易、虚假披露等市场违规操作手法的相关实证研究;刘彤(1999),陈工孟和高宁(2000),登召明(2001),汪金龙(2002),张继强、周勇和张秉麟(2003)等从不同影响因素入手对中国新股发行抑价实证研究。

(三) 相关研究的总结

通过整理文献,发现由于经济制度、市场发育完善程度和历史的传统的不同,国内外关于证券发行监管的研究存在比较大的区别。国外资本市场有着200年的发展史,市场制度总体框架都已形成,市场经济体制比较健全,市场发育比较成熟,实行以注册制为代表的新股发行制度也已有了70多年的历史,其研究都是以“有效市场理论”为前提,“沿着自由市场的边际创新”^②,在“维护市场本身的伟大,同时也创造出局部理性的建构来激发市场的多样性和处理能力”^③。因此,国外的研究只是对证券发行市场的某些环节或者某些个别制度或者制度的某些环节进行修补和完善,如信息披露制度、会计制度等。国内的研究主要是基于核准制式证券发行制度,绝大部分研究都是基于证券发行价格的窗口指导,或者说发行价格不是由市场竞争决定的,而是受到人为因素的干扰和影响。更为重要的是,中国资本市场虽然经过20年的发展,但和国外成熟发达的资本市场相比,仍有较大差距,还存在市场

① 北京大学出版社2004年版。

② 唐学鹏:《弗里德曼:伟大的边际创新者》,《21世纪经济报道》,2006年11月24日。

③ 同上。