

WOGUO ZIBEN SHICHANG JIEGOUXIA
ZHUANBAN ZHIDU GOUJIAN



我国资本市场结构下 『转板』制度构建

刘国胜 / 著



知识产权出版社
全国百佳图书出版单位

■ 伊犁师范学院学术著作出版基金资助出版

伊犁师范学院政法学院博士文库

我国资本市场结构下 『转板』制度构建

刘国胜 / 著



知识产权出版社
全国百佳图书出版单位

责任编辑：熊 莉

责任校对：董志英

封面设计：张 冀

责任出版：卢运霞

图书在版编目 (CIP) 数据

我国资本市场结构下“转板”制度构建 / 刘国胜著. —北京：
知识产权出版社，2013. 11

ISBN 978 - 7 - 5130 - 2354 - 2

I. ①我… II. ①刘… III. ①资本市场 - 金融制度 - 研究 -
中国 IV. ①F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 237458 号

我国资本市场结构下“转板”制度构建

刘国胜 著

出版发行：知识产权出版社

社 址：北京市海淀区马甸南村 1 号

邮 编：100088

网 址：<http://www.ipph.cn>

邮 箱：bjb@cnipr.com

发行电话：010 - 82000860 转 8101/8102

传 真：010 - 82005070/82000893

责编电话：010 - 82000860 转 8176

责编邮箱：xiongli@cnipr.com

印 刷：保定市中国画美凯印刷有限公司

经 销：新华书店及相关销售网点

开 本：720mm × 960mm 1/16

印 张：19

版 次：2013 年 11 月第 1 版

印 次：2013 年 11 月第 1 次印刷

字 数：268 千字

定 价：48.00 元

ISBN 978 - 7 - 5130 - 2354 - 2

出版权专有 侵权必究

如有印装质量问题，本社负责调换。

总序

谋划很久也是期盼很久的《伊犁师范学院法政学院博士文库》终于面世，这是伊犁师范学院法政学院学科建设带有标志性并且具有开创性的成果，这是非常值得法政学院言说的好事，也是非常值得庆贺的大事。

《伊犁师范学院法政学院博士文库》的出版，凝结着法政学院的希望，体现着法政学院学科发展和学科建设的追求，展示了法政学院青年才俊的学术风采。法政学院虽然地处边塞，规模不是很大，甚至不大，但这里聚集了一批学有专长和具有发展潜质的青年学子，他们得益于学校和学院的优惠政策以及提供的优越条件，能够在诸多的名校攻读博士学位，钻研苦读，克服各种困难，顺利毕业，取得丰硕成果。这些成果，凝结着这些学术骨干辛勤耕耘的汗水和不懈的学术追求，映射着学校和学院对他们成长发展的护佑。《伊犁师范学院法政学院博士文库》的面世，就是要展示这个博士群体攻读博士学位的丰硕成果和风采。展示博士风采是客观的，但实际说来，通过博士风采的展示，让人们领略的是这些博士生长的“土壤、环境、气候和空气”。一方面，他们就是这里的构成部分；另一方面，他们的风采就是在这片土地上造就的。

《伊犁师范学院法政学院博士文库》的出版，决不能仅仅停留在展示风采的层面，它赋有强化学科建设的使命。法政学院现有法学、社会学、民族学、马克思主义理论等学科，就学科建设的角度看，尚都处在起步阶段，面临艰巨的任务，任重而道远。《伊犁师范学院法政学院博士文库》的论文都是围绕这些学科逐步展开的。这些科研成果的公开出版，其一，可以帮助法政学院树立起科研意识。教师不仅要教好书，而且还要搞好科研，促进教学质量和教学效果的提高。科研虽然不同于教学，有其自身特有的价值，但为教学服务提高教学质

量的功能是不能否认的。认识科研的意义和价值，也是法政学院的一种追求。其二，可以帮助法政学院确立学科意识。毋庸置疑，每个学科都要发展，而学科发展的表征和支撑就是学术成果的积累，没有学术研究成果的支撑，学科就很难发展，也不能说是发展。学科建设就是要围绕学科进行建设，离开了学科和学科边界，学科就不会发展。《伊犁师范学院法政学院博士文库》中的论文，都归属于法政学院要建设的学科，而其中每个人的著述都有自己的学科归属。其三，可以帮助法政学院明确学科方向。学科是一个宽泛的概念，它包含不同的二级学科甚至三级学科，这就要求根据地域、队伍、基础等情况来选择自己的学科方向。学科方向在一定意义上说就是学科的特点，一个单位的学科建设必须根据自己的实际，来凝练自己的学科方向和特点，否则学科建设就失去了自身的价值。法政学院每个人都有自己的学科归属，人的时间精力决定人不可能什么都去研究，尽管研究什么都有其自身的意义价值。法政学院不仅要搞好科研，而且要搞好所属学科的科研，要围绕学科方向特点开展科学研究，这不仅是学院学科发展的需要，也是整个学科繁荣发展的必须。这些成果的问世，既增厚了学科的学术成果，也明确了学科方向和特点，同时也在以其特有的方式提醒法政学院的教师要确立科研意识。从《伊犁师范学院法政学院博士文库》的现有成果看，它们不仅属于学科视界耕耘的成果，而且也彰显密切联系中亚地区实际的特色。陆续出版的成果，同样会彰显其各自的特点。

《伊犁师范学院法政学院博士文库》的面世，具有激励教师奋进向上的功能作用。这些成果的作者，都是法政学院学术研究和教学的骨干，他们的成果彰显的是他们积极进取奋发向上的人生追求。他们作为高校的教师，积极努力提升自己的学历层次，不仅使他们自身获得收益，而且也使法政学院师资队伍的整体水平有所提高。他们的收获是自己的收获，更是法政学院的收获。这些成果的面世，对他们自己是一种肯定，更是一种激励。看到自己的成果，就看到了自己求学奋进的历程，就看到了自己为求学克服困难孜孜以求的过去，必然激励他们继续为学术生涯更高的追求而攀登。他们进取追求的足迹及其

成果，也成为他人奋进向上的榜样和旗帜。攻读博士学位，既需要勇气，也需要耐力；既需要面对学术研究中的困惑，也需要克服生活上的困难，毕竟求学和学术研究不像休闲和吃酒那样轻松。他们走在了前面，为法政学院的学科建设和学术研究水平的提升作出了贡献，他们的追求必将激励法政学院这个集体加快追求发展的步伐！

必须说明的是，法政学院博士群体的发展，也是法政学院的整体发展，这得益于伊犁师范学院领导和有关部门的关照和关爱，没有他们对法政学院学科建设的得力领导和指导，没有他们对法政学院师资队伍建设的的大力支持，《伊犁师范学院法政学院博士文库》成果的取得是不可能的。在此，谨向他们表示诚挚的敬意！

愿《伊犁师范学院法政学院博士文库》能够为法政学院的学科建设、学术研究、队伍建设，带来辉煌，带来发展！愿《伊犁师范学院法政学院博士文库》成果的数量不断增加！

东北师范大学教授

王立仁

2013年3月26日于师大校园

目 录

绪论 /

第一节 研究背景、目的和意义 /

一、研究背景 /

二、研究目的和意义 3

第二节 研究现状 5

一、多层次资本市场理论研究综述 5

二、转板制度构建理论研究综述 15

第三节 研究的内容、方法和主要创新 22

一、本书主要内容 22

二、本书研究方法 23

三、本书主要创新 25

第一章 完善多层次资本市场建设的必要性分析 27

第一节 我国多层次资本市场现状及构建目标 27

一、我国多层次资本市场的现状 27

二、海外多层次资本市场及转板制度 39

三、我国多层次资本市场结构的目标性探索 47

第二节 转板及其形式分析 55

一、转板的概念、特征及分类 55

二、转板的形式分析 62

第三节 转板制度的基本功能 72

一、完善多层次资本市场体系 72

二、提高资本资源配置效率 75

- 三、提高上市公司融资效率 76
- 四、提高公司上市效率 77
- 五、提高行政监管效率 79
- 六、促进公司积极竞争 79
- 七、优化公司治理结构 81
- 八、保护投资者利益 82

第二章 转板制度构建的基础与影响 83

第一节 转板制度构建的现实基础 83

- 一、转板机制的萌芽 83
- 二、上市公司股票退市制度的确立 85
- 三、公司债券退市制度的确立 85
- 四、上市公司证券转板机制的正式确立 86
- 五、创业板退市制度的完善 89

第二节 转板制度构建的理论基础 91

- 一、融资结构理论 91
- 二、企业产权理论 95
- 三、交易成本理论 99
- 四、竞争优势理论 104

第三节 转板制度构建对证券市场发展的影响 107

- 一、证券市场扩容制度理论 109
- 二、证券市场转板制度理论 114
- 三、证券市场“扩容—转板”制度理论 120

第三章 转板制度的基本原则 134

第一节 市场结构合理原则 135

- 一、市场结构合理原则的含义和意义 135
- 二、市场结构合理原则的基本内容 137

第二节 有利竞争原则 144

- 一、有利竞争原则的含义和作用 144

二、有利竞争原则的基本内容 146

第三节 转板自愿原则 152

一、转板自愿原则的含义、依据与意义 152

二、转板自愿原则的基本内容 154

第四节 降板强制原则 155

一、降板强制原则的含义、依据与意义 155

二、降板强制原则的基本内容 157

第四章 转板规则 159

第一节 转板实体性规则 159

一、转板主体资格 159

二、转板规则制定权分配 161

三、转板参与主体权力（利）分配 164

四、转板信息披露规则 176

五、转板保（推）荐人规则 180

六、转板规则安排 183

第二节 转板程序规则 200

一、转板程序的价值 200

二、横向转板程序安排 202

三、升级转板程序安排 211

四、降级转板程序安排 219

第五章 转板监管与法律责任 223

第一节 转板监管 223

一、转板监管的概念和特征 223

二、转板监管的价值目标 227

三、转板监管的内容 235

第二节 转板法律责任 251

一、转板法律责任的概念和分类 251

二、转板内幕交易的法律责任 255

三、转板虚假陈述的法律责任 262

四、转板保荐人的法律责任 268

结论 269

一、建设我国多层次资本市场，不能照搬西方资本市场建设模式 269

二、构建转板制度符合我国市场经济发展的客观要求 270

三、经济发展要求建立合理的市场制度 270

四、构建转板制度具有坚实的经济学理论支持 271

五、转板制度构建任务艰巨 273

六、转板制度能够应时而建 274

参考文献 276

后记 288

绪 论

第一节 研究背景、目的和意义

一、研究背景

(一) 完善多层次资本市场体系需要转板制度^①

20 多年来,我国资本市场从无到有、从小到大、从区域到全国迅速发展,人们对资本市场的资源配置、价格发现和风险分散等功能的认识日益深化,资本意识开始渗透到社会经济的各个层面。党的有关政策强调“扩大直接融资,建立多层次的资本市场体系,完善资本市场结构,丰富资本市场产品,规范和发展主板市场,推进风险投资和创业板市场建设”^②。第一次清晰地强调我国发展多层次资本市场的决心。

目前,我国多层次的资本市场体系已经初步成型,由主板市场、

① “转板”一词的意义特别,文中所有“转板”词语均应加上双引号。由于“转板”一词使用率较高,加上双引号后,将会增加 6000 多字符。为节约行文字符,除论文标题“转板”一词使用双引号外,论文行文包括摘要、目录以及行文中的章节标题,作者一律将双引号删除,特作注。

② 2003 年党的十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》进行决策。

创业板市场，以及全国中小企业股份转让系统组成的三板市场，正在同台唱戏，为我国市场经济发展提供强大的资本支持。但是，我国资本市场仍然处于“新兴加转轨”时期，多层次资本市场建设很不完善；创业板市场上市标准明显偏高，使得许多条件很好的中小企业无缘市场融资；场外交易市场发展滞后，现有的代办股份转让系统定位不明确，功能设置和服务范围受到很大制约；产权市场缺乏统一规范和监管，非法场外股票交易盛行；最为重要的是资本市场体系内部尚未形成开放式连通机制，转板机制安排至今尚未启动。

构建多层次资本市场各层次之间的转板制度是完善多层次资本市场的重要方式之一。完善多层次资本市场体系，可以促进市场管理主体良性竞争，打破资本市场“局部利益”和分割状态，提高上市公司市场竞争，提高资本资源配置效率。通过成功转板提高公司股票的流通量，吸引机构投资者投资，引入合适的战略合作伙伴，进而提高上市公司融资效率，提高生产技术，促进积极竞争，提高治理效率，拓展竞争能力，壮大发展规模，优化治理结构。通过转板还可以降低市场风险，保护投资者利益，优化资金资源配置，简化监管审批手续，提高行政监管效率。通过转板制度可以使多层次资本市场成为有机的整体，有利于调整产业布局，优化增量资产的投向和结构，淘汰落后企业，扶植优质企业，从而提高整个社会的资源配置效率。

（二）转板制度基础理论研究亟待加强

资本市场发展到今天，多层次市场体系已经形成，理论界和实务界均认为需要构建转板制度，以完善分层的资本市场体系。由于我国资本市场起步较晚，从一开始就带有强烈的政府主导性，市场自由发挥的空间较少，市场各种制度的形成都打上政府监管和干预的烙印。市场自发的制度体系没有形成，能够登陆证券市场进行交易的公司，会因行政干预而终身捆绑在初始登陆的市场，没有市场转移的权利自由。而针对这种问题，理论界和实务界没有给予更多的关心，甚至从来都没有认真考虑过。

然而，我国多层次资本市场体系的僵化问题，已经影响到证券市场的进一步发展，理论界和实务界必须面对这一问题，转板制度构建

问题应该提上议事日程。其实，早在 2008 年学者陈露就撰文强调转板制度的重要性，并运用分离均衡模型的研究，强调不同的层次市场应该有不同上市主体定位，论证了我国资本市场的层次构建与转板制度构建的重要意义。尽管之后也有学者张明喜和曾英姿呼吁构建转板制度，但始终没有学者能够系统地对转板制度进行全面系统地论述，更没有形成关于转板制度的基本理论。

尽管我国经济总量已经处在世界第二，但 13 亿人口的人均比值，证明努力发展经济是我国未来 30 年不能动摇的方针。尽管证券市场的融资总量在世界排名已经跃居前列，但仍有很大的发展空间。按照我国人口总量和经济发展前景，证券市场应当遥遥领先于美国市场，才能符合我国社会发展的实际。这要求我们应当致力于证券市场领域的理论研究，转板制度研究就是我国目前证券市场发展的必然要求。而目前，这项研究十分薄弱，甚至说没有启动，加强证券市场转板制度研究，必将成为我们证券市场工作的重中之重。

二、研究目的和意义

（一）研究的目的

研究本书的目的，主要是通过对转板制度的研究，明确转板制度构建的各项理论基础。首先，分析转板制度构建的一般理论基础，使人们对转板制度理论有一个初步的认识，并以转板制度构建的经济学说为理论支点，论证构建转板制度的必然性。其次，以多层次资本市场体系为理论指导，探讨构建我国资本市场转板制度的理论模式，分析建立多层次资本市场转板制度的必要性和紧迫性，探讨如何构建和构建什么样的多层次资本市场转板制度。再次，借鉴国外成熟的资本市场转板理论，结合我国 30 年资本市场运作的具体特点和具体情况，评价过去 30 年资本市场法律规范，提出我国转板制度建设必须坚持的基本原则，规范市场主体交易的板块结构，明确转板对象，分析市场板块转移的基本形式，确定转板市场规则和市场程序。最后，根据企业的成长周期理论，定位市场主体转板的具体条件，强化转板信息披露制度，加强转板行为及转板制度设计的监管，根据市场发展形势

制定一套完整的制度规范，为我国多层次资本市场的发展构建一套适合经济发展的转板制度。

（二）研究的意义

1. 本书研究的理论意义

本书以经济系统分析理论、企业金融成长周期理论、资金融通理论以及多层次资本市场理论为基础，探讨构建多层次资本市场理论体系框架下上市或挂牌公司转板交易理论的实现模式。该理论制度的构建，必将推动我国多层次资本市场理论体系建设，特别是上市或挂牌公司转板理论体系进一步完善，构建一套完全适应资本市场理论体系在上市或挂牌公司转板交易的理论制度。突破上市或挂牌公司特别是中小企业上市或挂牌公司资金融通的瓶颈，使多层次资本市场理论体系更加完善，并为该理论构建一个重要支点，为资本市场理论体系的进一步发展奠定的理论基础。

2. 本书研究的现实意义

本书以市场主体转板交易的转板市场、转板对象、转板形式、转板原则、转板规则、转板条件、转让程序、转板信息披露、转板监管、转板法规等方面为理论构建的基础，构建市场主体转板交易理论。其现实意义具体表现为：（1）为证券监督管理部门制定上市或挂牌公司转板交易政策、法律、法规以及规则提供理论指导；（2）市场主体以转板交易理论为指导，可以根据自身发展的规模大小、利益需求，决定今后的融资渠道和融资方向，减少市场主体“摸着石头过河”的试错成本；（3）实施市场主体转板交易理论，可以推动市场主体提高各层次资本市场融资效率，扩大投资者的基础，并能吸引机构投资者和提高股票资本流通量；可以强制市场主体降板或退市，有利于保护市场的信誉，培育市场的竞争机制，提高投资者投资的效率；（4）推行市场主体转板交易制度，可以使多层次资本市场成为有机的统一整体，有利于淘汰落后企业，从而提高整个社会资本资源配置效率；（5）市场主体转板交易制度的建立，可以优化或减免上市费用，降低融资成本，从而提高市场主体市场融资的效率。

第二节 研究现状

一、多层次资本市场理论研究综述

(一) 国外多层次资本市场理论

国外多层次资本市场发展较早、自发演进、市场金融理论框架体系比较成熟,形成了两大代表理论。这两大理论针对资本市场上的证券价格、风险等问题,寻找影响因素和变化规律,进而提出政策主张,对发达的资本市场具有一定的普适性。我国证券市场经过了 20 年的发展,已经从幼稚走向成熟,政府主导干预性逐渐减少,在整体上分析也基本具备了世界证券市场发展的基本特征,这两大理论会随着时代的发展越来越对我国证券市场发挥着重要的指导作用。

1. 主流资本市场理论

(1) 理性预期理论:凯恩斯在《就业利息及货币通论》中认为,所谓预期是指经济活动者为了谋求个人利益最大化,对与经济决策有关的不确定因素进行的预测。凯恩斯在该书中的论证,对投资水平、货币需求与经济周期的考察都是在预期范畴进行的^①。但凯恩斯的预期理论是零散的,没有形成系统的理论。1961 年约翰·穆斯(John F. Muth)提出理性预期假说,他认为,理性预期是指经济当事人为谋取利益最大化,会想方设法充分利用一切能够取得的信息,对有关经济变量在未来的变动状况作出最大限度的准确判断和估计^②。20 世纪 70 年代,经济学家罗伯特·卢卡斯(Robert Lucas)发表《预期与货币中性》一文,他首先将穆斯的理性预期假说同货币主义模型进行结

① [英] 凯恩斯著:《就业利息及货币通论》,李欣全译,南海出版公司 2010 年版,第 55 页。

② John F. Muth, Rational Expectations and the Theory of Price Movements, *Econometrica*, 1961, vol. 29, pp. 315 ~ 335.

合分析^①。之后，卢卡斯又与经济学家萨金特（Sargent）、华莱士（Wallace）等经济学家发表一系列论文，进一步阐述理性预期假说，同时将理性预期理论引入宏观经济模型，最终形成以卢卡斯为代表的理性预期学派。理性预期学派利用预期理论帮助人们从另一个侧面，揭示并分析经济运行过程。但理性预期也有自己的缺陷，例如它的假定缺乏现实性；理性预期理论的政策无效论不符合实际；鼓吹资本主义自由市场制度无所不能的理论较为荒谬。

（2）有效市场假说（EMH）：有效市场假说起源于20世纪初，奠基人是法国数学家路易斯·巴舍利耶（Louis Bachelier），他把统计分析的方法应用于股票收益率的分析，发现其波动的数学期望值总是为零。1965年尤金·法玛（Eugene Fama）在 *Financial Analysts Journal* 上发表文章 *Random Walks in Stock Market Prices*，第一次使用“有效市场假说”的概念。1970年法玛提出了有效市场假说（Efficient Markets Hypothesis），如果在一个证券市场中，价格完全反映了所有可以获得的信息，则此市场为有效市场。根据反映在证券价格中的信息的不同，尤金·法玛（Eugene F. Fama）将市场效率划分为三个层次：①弱式有效（Weak Form Efficiency），弱式有效是指证券价格反映了证券历史上的价格和交易量的信息；②半强式有效（Semi-Strong Form Efficiency），半强式有效是指证券价格充分反映了所有的公开信息（包括历史信息和交易量情况，但不局限于此），例如上市公司的年度和季度报告、分配方案、盈利预测等；③强式有效（Strong Form Efficiency），强式有效是指证券价格反映了所有公开和不公开（内幕）的市场信息。当一个市场符合强式有效假设时，意味着即便掌握所谓的内幕信息，仍然无法获得任何超常收益^②。衡量证券市场是否具有外在效率有两个标志：一是价格能否自由地根据有关信息而变动；二是证券的有关信息能否充分地披露和均匀地分布，使每个投资者在同

① Robert Lucas, Expectations and the Neutrality of Money, *Journal of Economic Theory*, 1972, vol. 4, pp. 103 ~ 124.

② Eugene F. Fama: Efficient Capital Markets, A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance*, 1970, vol. 25, pp. 383 ~ 417.

一时间内得到等量等质的信息。根据这一假设,投资者在买卖股票时会迅速有效地利用可能的信息,所有已知的影响一种股票价格的因素都已经反映在股票的价格中,因此根据这一理论,股票的技术分析是无效的。

(3) 资本资产定价模型 (CAPM): 资本资产定价模型是由美国学者夏普 (William Sharpe)、林特尔 (John Lintner)、特里诺 (Jack Treynor) 和莫辛 (Jan Mossin) 等人在资产组合理论的基础上发展起来的,主要研究证券市场中资产的预期收益率与风险资产之间的关系以及均衡价格如何形成,是现代金融市场价格理论的支柱,广泛应用于投资决策和公司理财领域。CAPM 给出了一个非常简单的结论:只有一种原因会使投资者得到更高回报,即投资高风险的股票。按照 CAPM 的规定, Beta 系数是度量一项资产系统风险的指针,是用来衡量一种证券或一个投资组合相对总体市场的波动性的一种风险评估工具。1972 年,经济学家费歇尔·布莱克 (Fischer Black)、迈伦·斯科尔斯 (Myron Scholes) 等在他们发表的论文《资本资产定价模型:实例研究》中,通过研究 1931 ~ 1965 年间纽约证券交易所股票价格的变动,证实了股票投资组合的收益率和它们的 Beta 系数间存在线性关系^①。毋庸置疑,这个模型在现代金融理论里占据着主导地位。

(4) 套利定价理论 (APT): 美国经济学者斯蒂芬·罗斯 (Stephen A. Ross) 于 1976 年在《经济理论杂志 (Journal of Economic Theory)》上发表《资本资产定价的套利理论》一文,提出套利定价理论。该理论用套利概念定义均衡概念,所需的理论假设比资本资产定价模型 (CAPM) 更加合理。该理论认为,资产收益率计算公式在给定条件下,根据套利理论推导出资产的价格和均衡关系范式。套利定价理论以价格规律作为理论基础:即均衡市场中,性质相同的商品应当以相同的价格出售。该理论是一种均衡模型,可以用来研究证券价格的决定因素。该理论假设证券的收益是由一系列产业方面和市场方面的因素确定的,当两种证券的收益受到某些因素的影响时,两种证

^① Black, M. C. Jensen, M. Scholes, *The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests*, in *Studies in the Theory of Capital Markets*, ed. New York: Praeger Publishers, 1972.