

总论：投资者利 益保护

—— 一个必须重视的问题

投资者利益保护：一个必须重视的问题

中国证券市场经过八年的发展，终于迈上了一个新的发展阶段，其重要标志就是《证券法》的出台。《证券法》的出台，意味着证券市场已经成为中国经济制度的重要组成部分，意味着它不再是中国经济改革的“试验田”。证券市场已经成为中国经济发展的重要推动者和资金提供者，其在经济生活中的作用日益凸显。但是，应当清醒地看到，在中国证券市场的发展过程中，在证券市场的作用地位日益凸显的情况下，其所存在的问题也越来越多，越来越严重。对这些日益严重的问题如果缺乏深刻的认识，得不到彻底解决，其后果是严重的。从大的方面看，将使潜在的金融风险或者说金融危机迅速扩大，从而影响整个金融体系的安全；从小的方面看，将严重挫伤投资者的信心，从而影响证券市场的进一步发展。在所存在的问题中，从 1998 年的实际情况看，我们认为，最严重的问题莫过于虚假信息披露以及由此引起的对投资者的恶性误导。虚假信息披露，严重破坏了正常的市场秩序，使市场环境处在灰色状态，极大地损害了投资者的利益。

证券市场的灵魂是信息的公开性、完整性和披露的及时性。它是维系证券市场“三公”原则的基石。没有信息的公开性、完整性和披露的及时性，就不可能形成透明的市场环境，也就不可能建立公正的市场秩序，广大中小投资者的利益也就必然会受到侵害。基于这种认识，我们认为，1999 年中国证券市场面临的最重要、最迫切、最需要解决的问题，是建立公正的市场秩序，创造透明的市场环境，加强证券市场的法制建设，从制度和市场环境的角

度保护投资者的利益。为此，必须注意以下几个方面的问题。

1. 必须正确认识和处理企业股份制改造和上市过程中正常的资产包装与过度包装，不能再搞所谓的捆绑上市

这是保护投资者利益的第一道屏障。资产包装是否正常，是否作假，虽然难以有一个截然分明的标志，但有一点似乎是明确的，即资产质量和财务状况在法定信息披露中是否属实，是实际状况的真实反应，还是人为造出来的，这一点应当作为区分真假包装的重要标志。有些上市公司在这个最源头的环节就开始造假，制造虚假信息，骗取上市资格，严重损害投资者利益。

2. 必须改革现行的证券发行制度

现行证券发行制度是一种建立在额度管理和行政审批基础上的核准制。从目前的实践看，这样的核准制度存在很多弊端和问题，其中最严重的问题是：由于层层审查，环环签字，因而缺乏明确的责任机制和责任人，不能有效地鉴别、过滤虚假信息，以致难以有效防范骗取上市案件的发生。我们认为，我国证券发行制度的改革方向应是从核准制过渡到注册制（备案制）。注册制的突出特点是强化了中介机构的责任机制，强化了信息披露的公开性和真实性，强化了市场准入标准的权威性。

3. 应建立动态化的信息披露监管机制

这是创造透明的市场环境，保护投资者不至于因为虚假信息而蒙受利益侵害的重要制度性措施。所谓信息的动态监管，是指信息披露以后的一年内或至少半年内，监管部门应对上市公司所披露信息的有效性、真实性进行监管

和跟踪核查，防止少数上市公司利用其掌握信息源的特殊条件操纵市场，误导投资者。在实践中，少数上市公司通过操纵信息，在市场上翻手为云，覆手为雨，达到了极其猖獗的地步。它们要么捏造虚假信息，要么控制信息公开的时机，要么隐瞒重大信息不予披露，要么干脆造谣惑众，严重破坏了证券市场的正常秩序，对一般投资者来说，这无疑是一种赤裸裸的掠夺和抢劫。

4. 必须规范上市公司并购与重组行为，严重打击假并购、假重组的行为

公司并购和资产重组是证券市场的重要功能，是证券市场效率的体现。但是，在我国，并购与重组这种正常的市场行为在相当多的时候被扭曲了，被少数上市公司或与上市公司有紧密利益关系的所谓庄家作为操纵市场的手段和题材，成为它们误导中小投资者的诱饵。它们要么采取股权（资产）转让买卖中的不等价交换，要么采取重组过程中的虚买虚卖和假做利润等违规违法行为，扰乱市场秩序，侵害广大中小投资者的利益。

5. 必须严惩证券市场上的恶性欺诈行为，并建立相应的、对相关责任人具有连带责任的民事赔偿制度

所谓恶性欺诈行为，是指明知所披露的信息是虚假的，并且所披露的这种虚假信息与事实有很大出入，甚至完全相悖，从而引起市场巨大波动的行为。红光事件就是一种典型的恶性欺诈行为，对这种恶性欺诈行为仅仅作一些微不足道的罚款是远远不够的，对有关主要责任人作出“永久性禁入”的处罚也是不够的，还必须根据刑法规定进行刑事处罚；建立连带性的民事赔偿制度。只有这样，

才有可能从根本上杜绝这类对市场具有极大破坏力的行为发生。

6. 从宏观上看，国家应当制定一个有利于促进证券市场发展，提高证券市场内在价值的积极的产业政策，并适当考虑让资产规模、财务标准和产业政策等都符合要求的有良好信誉的非国有企业上市

所有制不应成为企业能否上市的标准和障碍。就我国目前情况而言，让什么样的企业上市，除了必须达到法律规定的资产规模和财务标准外，还必须有明确的产业政策限制。我国证券市场中的筹资权利是一种稀缺资源，稀缺的资源应当配置到最具有增长潜力，并对整个产业结构的升级换代具有催化作用的产业中去。正是从这个意义上说，那种虽然在现阶段的经济格局中具有重要作用，但从产业角度看，已经处在完全成熟期甚至衰退期的产业，不包括在上市选择的范围内，不应成为证券市场重点扶持的产业。要知道，证券市场中的资金，绝对不是财政资金，它是需要获取稳定的较高收益回报的。

7. 必须造就一批具有客观、公正，具有独立精神的证券中介机构

这是建立公正市场秩序，形成透明市场环境，保护投资者利益的关键步骤。没有这样一批公正的证券中介机构，中国证券市场的发展前景是令人担忧的。近年来，我国的证券中介机构，在客观、公正、独立和尽责精神方面虽然有一定进步，但总体看来，由于受自身利益的影响，其行为仍不规范，少数证券中介机构甚至还有恶性违规行为，与少数上市公司同流合污，成为证券市场上的害群之

马。在红光事件中，有关中介机构的行为就是恶性违规行为。我们认为，1999年中国证券市场的重要任务之一，就是从法律上、制度上和利益机制上规范和约束中介机构的行为。因为，公正的市场秩序，只有依靠公正的中介机构才能维系。

分论：投资者利益 保护的制度措施 与市场环境

分论之一：上市重组的规范化运作

——兼论企业包装的适度与过度

正如市场上买卖的其他商品一样，除少数农副产品作为基本生活需要或许极少包装外，大多数商品都在包装后进入市场。股票，作为一种典型的现代商品，于上市前对其进行上市重组是最为普遍的情形。事实上，全球的上市公司及其所发行的股票在上市前几乎无不采取重组形式。可以毫不夸张地说，所有在上海和深圳证券交易所挂牌的公司上市前都进行过某种形式的重组。

一、上市重组：将非规范化企业转变为规范化股份公司的基本手段

1. 上市重组是实现投资权利证券化的基本步骤

投资者向企业进行投资的方式是多种多样的，以传统企业来说，无论是单一所有制形态的国有企业和集体企业，还是联合所有制形态的各种联营体，投资者对企业的投资是以投资比例和份额作为计算标准的。投资者根据自己的投资在企业全部资本中占有的比例享有权利和承担义务，每个投资者所享有的权利和比例是有差别的。就这类

投资来说，由于投资者通常并不注重投资的流动性，只有在少数情况下才会转让其所拥有的投资，这种状况在有限公司形态下也是同样的。

但对股份公司的投资者来说，为数众多的投资者的投资目的是多重的，有的投资者旨在获得稳定的股利回报，有的则更偏重于获得资本利得，即取得投资权利买卖的差价。为了保证多种投资目的的实现，必须以适当的方式实现投资权利的证券化，即将投资者的投资划分成均等份额并使每一份额所代表的权利一致化，这将便于投资权益的买进和卖出，从而赋予资本以流动性。对于在某个股份公司占有较大比例投资的少数投资者来说，由于其投资目的常常是控制股份公司，而非单纯地获得投资流动性，权利证券化的意义似乎表现得并不充分，但对拥有资本数额较小但人数众多的投资者来说，获得标准化权利的意义尤其重大。这使他们可以便利地进出股份公司，从而不仅可以避免受制于某个大股东的营业宗旨，更可以实现资本流动性及变现能力。当然，权利证券化也并非单纯为少数小股东利益而专设，大股东同样可以享受权利证券化带来的巨大利益。权利证券化便利了投资交易。由于股票成为标准化投资工具，每股股票所代表的权利是一样的，进行股票买卖就可以免除传统交易形态下的逐项协议的繁琐程序，大大降低了交易成本，为集中交易提供了基础和条件。

2. 通过上市重组可以实现企业组织结构上的规范化

在我国，现有许多企业是按照传统形式组织和运营的，具有非规范性和封闭性的特点。主要体现在：（1）政

企不分。有的企业在设立之初，就获得了部分政府管理职能，更多的企业则担负着沉重的社会职责。这种状况往往使一些企业偏离作为商品经营者的宗旨，更关心企业的行政级别。有的企业管理者似乎并不十分关心企业业绩，而是醉心于企业管理者的行政级别。还有更多的企业肩负着沉重的非经营性责任，拥有数量较大的非经营性资产。作为中国福利制度的一种典型体现，这些非经营性资产显然不会直接产生任何经济效益，而只会降低经营性资产的收益率。（2）产权不清。这不仅体现在国有企业办集体企业而带来的产权关系不清的状况，更体现在国有企业中的国有资产代表者不明确。有的企业偏重于主管部门作为产权代表者，有的则更突出体现国有资产管理部門作为产权代表者，而事实上，国有企业的真正代表者又主要以上级委派的企业负责人担当。（3）管理不科学。在一定意义上讲，中国改革初期出现的“能人”现象仍然发挥着不可估量的重要作用。企业若有幸遇到一位优秀管理者，便会获得好的发展条件和机遇；相反，如果选错了管理者或者曾经优秀的管理者犯了错误，往往导致对企业的致命损害。缺乏监督机制和企业稳定发展的制度基础，是传统企业普遍遇到的难题。

1993年颁布的《公司法》确立的原则之一，就是旨在建立产权清晰、政企分离和管理科学的公司内部治理结构。按照《公司法》组建和改组的股份有限公司，显然为消除传统企业的根本性缺陷提供了法律基础。严格说，按照《公司法》重塑现有企业，也同样是企业包装的核心和归宿。

3. 通过上市重组可以充分展现发行人的经营业绩

企业业绩包括以往业绩及未来发展潜力，是衡量投资价值的重要手段。以往企业存在的重要问题，包括：（1）会计制度上问题，由于会计核算标准不同，从而导致会计口径不统一，企业经营业绩缺乏可比性，不同企业的税收和各种财务负担存在较大差异，税收制度施行不尽统一。（2）企业经营性与非经营性资产及收益合并计算，未能合理展现经营性资产的收益状况，出现非经营资产的支出及亏损由经营资产的收益补贴的局面。（3）税收负担不统一，有些企业，特别是国有企业，上市前处于国家特殊税收政策庇护之下，地方政府为了培植税源，对原有企业采取尽力减免税政策，从而造成企业较高的资产收益率；或者由于减免税政策不落实，企业要负担较重的税费，这些情况均会在一定程度上导致企业税收负担不统一的状况。（4）一些企业由于缺乏必要的外部监控，在费用支出上大手大脚，许多企业销售费用相当高。上述状况表明，企业经营业绩在传统制度下难以展现出来，从而会影响投资者的投资信心，也会影响股票的投资价值。通过企业改组与包装，可以将企业盈利状况充分表现出来，使其税收及费用负担明确化和实现稳定性。上市重组，在实践中也偶称企业包装。但企业包装显然不是专业术语，在经济学及管理学上，应当使用上市前资产重组为当；在法学上，则应称为发行准备。

二、上市重组：法律规则支配下的资产优化活动

上市重组是由发行人在中介机构协助下完成的。作为

一项专业工作，参加上市包装的主要中介机构包括：承销商、律师事务所、评估机构和审计机构。不同的中介机构，其职能存在差异。就承销商来说，其工作是站在编制招股说明书的角度，筹划发行方案及其中的各项要素。就发行人律师来讲，其职责是清理发行人的各项相关法律文件，消除法律障碍，构造上市公司未来稳定发展的法律基础；就会计师来说，其职责则是客观、准确和全面反映发行人的营业及盈利状况，揭示发行人风险；就评估机构来说，其职责主要是对发行人及发起人的资产进行评估以确定其资产价值。有的发行人还会聘请专业机构和专业人员担任其股改顾问或者财务顾问。

就上市重组来说，必须使重组后上市的资产与企业符合中国现行法律法规的规定，并同时满足上市地上市规则的要求。因此，上市重组是法律规则支配下的商业行为，既要满足上市筹资的目的，又要注意消除有关法律障碍，保护投资者的投资利益。就上市重组目的而言，主要有三方面要求。

1. 提高资本利润率，以提高股票发行价格

股票发行，在性质上是发行人向投资者出售股票的市场行为，发行价格也应当根据市场供求关系的变动而变化。对股票发行人来说，以市场上可以接受的最高价格出售股票，显然对股票发行人最为有利。但是，根据现行规定，股票发行价格主要采取发行市盈率方法。因此，股票发行价格计算公式为：每股税后利润 $\times$ 发行市盈率。其中，发行市盈率一般确定为 14 倍 $\sim$ 16 倍之间，属于定量数值。在发行市盈率确定的基础上，决定股票发行价格的

因素，主要是每股税后利润。在采取发行市盈率方法定价的基础上，科学合理地确定每股税后利润，就显得尤为重要。提高资本利润率的具体方法，既包括剥离非经营性资产，以充分显示经营性资产的收益率，也包括借助合理的会计手段，实现对税后利润的合理计算。

2. 避免同业竞争，以建立独立的企业运作体系

同业竞争是指拟上市公司与关联人士之间因从事同类生产业务而产生的竞争。所谓的关联人士，包括控制上市公司的母公司，也包括上市公司母公司控制下的各个子公司。同业竞争容易导致母公司及其他子公司与拟上市公司之间的利益冲突，因此各国公司法中均有关于禁止同业竞争的规定，上市规则中也多将同业竞争视为上市适宜性审查的主要方面。现行国内法尚未设立明确的禁止性规定，但上市审查中，避免同业竞争是在国内股票发行审查中的基本要求，相应地，上市重组中应避免同业竞争。实践中，同类生产业务的认定标准具有一定技术性，典型例子是中国一汽集团下属的三家上市公司（一汽轿车、一汽四环和一汽金杯）均属于汽车制造业，但其生产的车型分别是轿车、改装车和旅行车，在国家制定的汽车产品目录上被认为属于不同产品，未被认为构成同业竞争。

3. 减少关联交易，建立独立的企业运营体系

关联交易是指上市公司与关联人士之间的交易。关联交易是企业运营中较普遍存在的现象，上市公司比较严重地对母公司及其他子公司存在产供销及服务上的依赖性。导致这种现象的原因是多方面的：（1）由于股票发行额度上的限制，上市重组过程中不得不将产供销环节中的某些

部分留在母公司，以保证上市公司股份的 25% 以上属于公开发行的部分。(2) 由于产供销各环节的资本收益率有别，全部纳入上市公司会在一定程度上降低资本利润率。以水泥生产企业为例，如果将水泥生产所需要的采矿纳入上市公司，由于采矿及相应占地使用权具有投资高、收益率低的特点，将采矿部分纳入上市公司无疑会降低资本收益率。相应地，将部分营业排斥在上市公司以外，会适当地提高资本利润率和股票发行价格。按照现行上市审查规则，并不禁止关联交易，但必须尽力减少关联交易并进行充分披露。在大量存在关联交易的情况下，不仅信息披露会遇到困难，而且会被认为属于“不宜上市”。因此，上市重组应尽力减少关联交易。

应当说，提高资本利润率、消除同业竞争和减少关联交易，仅是对上市重组提出的基本要求，兼顾上市地法律法规、减少营业风险等，也是上市重组中需要注意的问题。从实践情况来看，做好上市重组工作，不仅需要发行人及中介机构对现行法律法规和上市规则有透彻的了解，还有赖于中介机构丰富的实践经验。上市重组方案不完善或实施中反复改变，有可能使发行人丧失发行机会。

三、上市重组：实践中存在的问题

企业情况千差万别，法律规则无论如何细致，也必须依赖人们的具体操作。股票发行是股份公司在中介机构的参与和帮助下进行的筹资系统工程，其成功与否，不仅取决于法律规则的完善，也同时依赖中介机构的专业经验和敬业精神，否则，必然会在实践中出现这样或那样的问