

## 地方政府与企业上市\*

沈朝晖\*\*

**摘要:**通过搜集与分析 2006 ~ 2009 年申请首发上市审核的企业数据,本文发现近几年来各级地方国企申请首发上市的数量十分稀少。这反映了地方政府对企业上市的选拔与结果的影响式微,这是二十年来全国建立与不断强化证券集中监管与上市审核权力的结果。全国集中证券监管体制的形成与不断强化使得不同所有制的企业能够相对公平地竞争上市机会。这样,适应市场能力更强(表现为财务指标更好)的非公有制企业(特别是在民营经济发达的沿海省份)相比各级地方国企,能够在全国统一的上市审核体制中获得更多的上市机会。更进一步探究全国证券集中监管体制的形成原因,八、九十年代计划向市场转轨的过程中,中央政府面临的持续通货膨胀压力是证券监管集中化的历史因素。

**关键词:**全国证券集中监管 地方政府 企业上市 证监会发审委

---

\* 本文是国家社科基金重点项目“我国国有企业的法律调控模式研究”(主持人:蒋大兴;项目编号:10AFX013)的子课题成果。

\*\* 北京大学法学院博士研究生。

## 引言:为什么地方国企申请上市的数量变少

时移世易。“股票市场为国有企业脱贫解困而服务”这个流行说法不一定符合股权分置改革完成后的股票发行市场的真实情况。本文通过搜集与分析股权分置改革后进入中国证券监督管理委员会发行审核委员会(“证监会发审委”)首次公开发行并上市(“首发上市”或“IPO”)审核的企业构成数据,发现地方国企申请通过中国证监会首发审核渠道上市的企业数量十分稀少,平均每年两个省加起来才有一家地方国企申请IPO,而这家企业大约有20%的可能性是被来自市场与政府的人员所共同组成的发审委所否决,因此,实际进入资本市场的地方国企数量更少。

本文从地方政府的融资行为切入来分析地方国企上市数量变少的现象,也将关注另外一个醒目的地方政府融资现象——2008年以来地方政府融资平台的规模迅速膨胀。地方国企申请首发上市数量少与地方融资平台的庞大规模,这两者都是地方政府在全国统一金融监管下的不作为与作为表现。这里的逻辑是,地方国企申请首发上市的数量稀少,这与日益制度化、集中化的中央证券监管机构对全国股票市场的监管有关。全国集中的证券监管体制产生了不同所有制企业的公平竞争效果。地方政府的巨大融资需求与投资饥渴只有通过融资平台从银行体系中筹资来发展地方经济,进而表现为惊人的地方融资平台规模。

### 一、材料与发现

首先揭示两个“此消彼长”的现象——地方政府融资平台的兴起与地方政府企业申请首发上市的企业数量稀少。

#### (一)地方政府通过“地方融资平台”大规模融资

地方融资平台,也叫地方政府融资平台或地方政府投融资平台,指的是“由地方政府投资设立的,依托政府资金、资产、资源和信用,承担

政府主导的重点基础设施建设、重大产业发展投融资任务的特殊国有企业。”<sup>①</sup>

目前各地地方融资平台的总规模到底是多少?尽管财政部、央行、银监会一直在摸底,但这种摸底始终存在一个问题:中央在掌握地方的信息与数据时存在诸多困难。据美国西北大学史宗翰学者(Victor Shih)估计,截至2009年年底,地方融资平台的规模大约是11万亿元。他的估计方法还是相对保守的,<sup>②</sup>不管如何,地方融资平台的规模很大,这是一个共识。

## (二)近几年来地方国企申请首发上市的企业数量稀少

### 1. 数据来源与指标定义

本文数据来源于中国证监会发行监管部与创业板发行监管部每个工作日公布的发审委工作会议公告、发审委会议审核结果公告与企业根据预披露制度公开的招股说明书(申报稿)。<sup>③</sup>笔者搜集了从2006年6月新老划断、重启IPO至2009年年底(期间2008年9月至2009年7月暂停IPO)所有进入发审委会议的公司名单、审核结果与招股说明书(申报稿),这是全样本。

笔者对企业所有制的界定是依据企业控制权的归属,具体来说,是根据企业在招股说明书申报稿中披露的“实际控制人”,如果企业的实际控制人是地方国资委或地方政府的财政部门,那么我们就将企业性

---

<sup>①</sup> 黄全祥:“地方政府投融资平台的运行方式与问题:以四川省绵阳市为例”,载《西南金融》2009年第12期。

<sup>②</sup> 史宗翰学者的估计搜集了大量的资料,基于“上市融资平台的债务公示”、“发过债券平台在债务风险评估报告发表的总债务”、“700个政银协议报告、授信”(取三分之一)等几项的加总推算融资平台的规模。参见Victor Shih(史宗翰):“一个十一万亿的问题:中国的地方债务对经济体制和城市社会的影响”,2010年3月20日,来源:北京大学中国教育财政科学研究所,参见网页[http://ciefr.pku.edu.cn/uploadfiles/2010\\_03/10031713308662.ppt](http://ciefr.pku.edu.cn/uploadfiles/2010_03/10031713308662.ppt),2010年10月10日访问(下文出现的网络资源亦同)。此外,瑞信证券中国研究主管陈昌华估算“地方政府各种债务总额在2009年底时约为8亿元”。陈昌华:“地方债务不乐观”,载《新世纪周刊》第13期,2010年3月29日,第94页。

<sup>③</sup> 招股说明书申报稿、招股意向书、招股说明书、上市公告书这四份文件是公司在IPO不同阶段披露的文件名称,参见沈朝晖:“我国的招股意向书为什么不是要约:来自首次公开发行实践的考察”,载北京大学金融法研究中心(编),《金融法苑》总第77期,中国金融出版社2008年版。

质界定为地方国企。地方国企分为三级:省级、市级与县级。有一些民营企业也有地方政府的资产运营公司参股,但没有形成对企业的控制权,企业控制人依然是自然人,那么我们仍将这样的企业界定为民营企业。此外,其中的“央企”不仅包括国资委下属的一百多家直属央企,也包括这些央企的子企业等。总之,企业所有制的界定是“一竿子插到底”。

## 2. 结果描述

总的来看,从2006年股权分置改革完成并重启首发上市融资开始至2009年年底,大约五年的时间里总共有554家企业通过证监会发行监管部的预审与部务会、并进入发审委的首发上市审核程序。平均每一届发审委(任期一年)首发审核150家企业左右,也就是平均每两天审核一家企业的首发上市申请。

从所有制构成上看,上会的企业中,国有企业已经远远少于民营企业。民营企业有四百多家,占了全部上会企业的百分之七十多。而地方国企总共是79家,在进入发审委首发审核程序的五百多家企业中占的比例是14.3%。其中,西藏、河北、黑龙江、吉林、甘肃、广西、内蒙古七省区市几年来没有一家地方国企上会。分年度来看,地方国企申请首发上市的企业数量更少,平均每年每个省份大约只有一家地方国企进入发审委。这个比例是很低的。

这里说地方国企比例低,是参照上市公司中地方国企的比例而言的。据2005年一个统计,在我国当时大约1700家A股上市公司中,一半以上上市公司是地方国有企业。<sup>④</sup>这也是我国上市公司治理的特殊性所在。<sup>⑤</sup>

---

<sup>④</sup> 夏立军、方轶强:“政府控制、治理环境与公司价值:来自中国证券市场的经验证据”,载《经济研究》2005年第5期。

<sup>⑤</sup> 彭冰:“中央和地方关系中的上市公司治理”,载《北京大学学报》(哲学社会科学版)2008年第6期。

**表 1 进入发审委首发上市审核程序的企业所有制构成与审核结果(2006.5至2009年)**

| 不同所有制 | 总数(比例)     | 通过(率)       | 否决(率)       | 暂缓表决(率)   |
|-------|------------|-------------|-------------|-----------|
| 民营企业  | 405(73.1%) | 319(78.77%) | 77(19.01%)  | 9(2.22%)  |
| 集体企业  | 2(0.4%)    | 2(100%)     | 0           | 0         |
| 地方国企  | 79(14.3%)  | 65(82.28%)  | 13(16.46%)  | 1(1.27%)  |
| 央企    | 68(12.3%)  | 58(85.29%)  | 10(14.71%)  | 0         |
| 小计    | 554(100%)  | 444(80.14%) | 100(18.05%) | 10(1.81%) |

数据来源:笔者根据中国证监会发行监管部与创业板发行监管部公布的发审委工作会议公告、审核结果公告与上会企业预披露的招股说明书(申报稿)整理而成;全样本。

**表 2 进入发审委首发上市审核程序的各地国企数量(2006~2009年)<sup>1</sup>**

| 省区市 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 省区市             | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   |
|-----|------|------|------|------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 安徽  | 0    | 2    | 0    | 2    | 湖北              | 0      | 1      | 0      | 0      |
| 北京  | 0    | 2    | 1    | 1    | 湖南              | 2      | 2      | 0      | 1      |
| 福建  | 1    | 2    | 2    | 0    | 江苏              | 1      | 5      | 0      | 3      |
| 广东  | 1    | 4    | 3    | 1    | 江西              | 1      | 2      | 0      | 0      |
| 浙江  | 1    | 1    | 0    | 2    | 辽宁              | 0      | 2      | 0      | 0      |
| 贵州  | 0    | 0    | 1    | 0    | 四川              | 0      | 0      | 1      | 1      |
| 海南  | 0    | 0    | 0    | 1    | 青海              | 0      | 1      | 0      | 0      |
| 重庆  | 0    | 1    | 0    | 1    | 山东              | 0      | 2      | 0      | 1      |
| 河南  | 2    | 0    | 0    | 1    | 山西              | 0      | 0      | 1      | 0      |
| 新疆  | 1    | 2    | 0    | 2    | 陕西              | 1      | 1      | 2      | 0      |
| 云南  | 2    | 0    | 1    | 0    | 合计 <sup>2</sup> | 14/74  | 32/166 | 13/116 | 20/198 |
| 上海  | 1    | 0    | 1    | 1    |                 | 18.90% | 19.3   | 11.2   | 10.1   |
| 天津  | 0    | 2    | 0    | 2    |                 |        |        |        |        |

数据来源:同表1。

注1:全国31个省区市中,西藏、河北、黑龙江、吉林、甘肃、广西、内蒙古七省区市没有地方政府企业进入发审委。

注2:斜线后的数字为该年度所有进入发审委首发审核的企业数量,包括地方国企(省市县三级国企)、央企、民营企业(含外资、公私混合所有制企业)等。

### (三)切入视角:地方政府的融资选择范围

地方政府融资平台的规模庞大,同时,近年来每年申请首发上市融资的地方国企日益稀少,这两个现象是有内在关联的。它们都是地方政

府融资渠道选择的表現。

在中央与地方的“经济联邦制分权”的中国背景下,地方政府承担地方经济发展与区域锦标赛竞争的压力,地方建设、项目投资与城市发展需要大量的资金,而目前的金融监管与金融法律为地方政府提供的融资渠道实为有限。概括起来,如果地方政府(含执行地方政策的地方国企)需要资金,那么在目前的金融监管框架内,地方政府大约可能从以下几个渠道获取资金:财政(税收收入)、预算外资金(土地出让金)、地方债券、政府企业或项目上市或发债券、银行贷款、招商引资(含 BOT 方式)等。

地方政府的这些资金来源可以区分为来辖区内与辖区外,由此本文把地方政府的资金来源渠道分为两类:内源性的金融渠道与外源性的金融渠道。内源性资金主要是包括财政收入、预算外收入等来自本辖区内的企业与个人的资金,比如政府向本辖区企业收税;而外源性资金来源是资金本辖区之外,包括发行股票、从银行体系融资、招商引资、BOT 等。概括起来,内源性金融渠道是吸取本辖区的资金;外源性金融渠道是吸取全国的资金;内源性金融渠道是专属于本级政府的;而外源性金融渠道则存在一个地方的政府与其它地方的政府相互之间“竞争”金融资源,同时面临全国统一的中央监管。

就地方政府的内源性金融渠道而言,1994 年分税制改革后,地方政府的财政收入大大减少。地方政府的预算外收入从 1994 年开始一直处于上升趋势,直到 2005 年达到 5141.6 亿元,平均起来大约占预算内收入的一半。<sup>⑥</sup>直到 2005 年,预算外收入大约占预算内收入的比例是 1/3。2009 年,中央第一次允许地方政府发行债券。地方政府通过中央财政部的国债发行渠道发行地方政府债券。但这还是一个起步,而且固定的债券利率难以弹性反映各地政府的不同金融风险。

现阶段,土地成为地方政府的最重要资源。土地至少又有两种融资方式:一是地方政府直接拍卖土地使用权;二是道路是地方政府以土地使用权出资或抵押,从银行获取贷款。

---

<sup>⑥</sup> 周黎安:《转型中的地方政府:官员激励与治理》,格致出版社、上海人民出版社 2008 年版,第 180 页,表 6.1(1982~2005 年)。

地方政府融资平台在 2008 年四万亿元经济刺激计划时开始膨胀,与此同时,近年来每年申请首发上市融资的地方国企日益稀少。这两个现象背后反映了中国地方政府与中央金融监管之间的互动关系:地方政府承担发展经济的重任与区域竞争压力,地方政府的巨大融资需求如果得不到释放,必然会寻求其他的释放渠道。

## 二、全国集中证券监管与不同所有制企业的公平竞争

近几年来为什么地方国企申请上市的数量变少?笔者以为,这与日益集中化、制度化的中国企业首发上市审核体制的建立并不断强化有关。具体来说,全国集中的资本市场准入监管与再融资监管、各项制度安排与改革进程,保证了不同所有制企业之间的竞争。从地方政府的角度来看,地方政府对企业上市的制度性影响越来越小。日益制度化的上市审核程序与严厉的股票市场监管,使得股市相比其他融资渠道而言,对地方政府的吸引力就相对变小了。

### (一)全国性股票市场的中央集中监管制度的形成

回顾历史,中国股票市场的监管体制经历了若干次重大的变革:20 世纪 80 年代的地方各自实验;1992 年,中央设立证监会,标志着中央权力的开始介入,但在股票市场的发展与监管方面还是地方“实”、中央“虚”;第三阶段是 1998 年证券法开始实施与国务院的机构改革,中国逐步实现了全国统一的证券监管的格局。

#### 1. 第一阶段为 80 年代的地方自由实验状态

改革开放以来,中国第一张真正意义上的股票出现在 1984 年。1983 年,深圳宝安联合投资公司在深圳首次公开发行股份证;1984 年 7 月北京出现了第一家股份公司——天桥百货股份公司。同年 11 月上海电声总厂发起的上海飞乐音响公司,这是建国以来第一家比较规范的向社会公开发行股票股份有限公司,当时共筹集股金 40 多万元。

在姓“社”姓“资”意识形态等问题还没有重大突破的背景下,当时有勇气进行股份制改造与发行股票的是一些小企业、集体企业,基本不涉及国有大中型企业。特别是集体企业。当时一些挂靠政府的红帽子

企业的创始人敏锐地看到股份制明晰产权的作用,积极申请股份制。比如,1986年10月15日深圳市政府颁布《深圳经济特区国营企业股份化试点暂行规定》,鼓励深圳大型国企进行股份制试点,可实际情况是深圳“政府下属的几家大企业(深圳特区发展公司、贸易进出口公司、贸易发展公司、物资总公司)没有一家响应”,但敏感的企业家认为这是一个重要的机遇。比如,当时的万科“公司虽然在行政管理上同特发隔着两个层次,但防火墙的作用还是相当有限。理论上,王石随时会被一纸调令调离。行政上的人事风险大过经营风险。王石说他当时预感:《暂行规定》鼓励的股份制改造,分离企业所有权和经营权,是防范企业人事风险的最佳选择”。<sup>⑦</sup> 万科公司因此成为深圳股市上最早上市的五家企业之一。

据不完全统计,到1991年年底,全国有各种类型股份制试点企业3220家(不包括乡镇企业中的股份合作制和中外合资、国内联营企业),在3220家股份制试点企业中,原来是集体所有制的企业占63%,全民所有制的企业占22%。<sup>⑧</sup>

总之,20世纪80年代由地方政府主导企业股票的发行。企业进行股份制改造实行审批制,由各地的体改委负责;股票公开发行的审批机关是各地的人民银行。由于中国人民银行地方分行人事任免是由地方党委决定,因此,股票公开发行的主导权是在各地地方政府。

2. 第二阶段为1992~1997年:中央权力开始介入,但中央“虚”、地方“实”

当时中央对地方各地的股票实验的态度是让地方自由实验,但设有一个主要限制:各地企业只能在本地发行股票,不能到外地去发行股票,发行后的股票也只能在本地交易。

但是,中央能够限制企业去外地发行股票,却不能限制投资者跨省、跨区流动疯狂购买股票。地方的股票热演变成威胁社会稳定的群体性事件,这就是深圳“8·10事件”。“8·10事件”震动了中央,中央随后

<sup>⑦</sup> 王石、缪川:《道路与梦想:我与万科20年》,中信出版社2006年版,第42~43页。

<sup>⑧</sup> 刘鸿儒:“股份制在中国的实践”,载刘鸿儒、孙效良:《股份制在中国的实践》,人民出版社1992年版,第3~5页。



派专案组赴深圳调查。

1992年10月,作为全国证券监管的最高机构,国务院证券委员会成立。主任由时任副总理的朱镕基兼任,副主任有刘鸿儒(时任国家经济体制改革委员会副主任)等各部委共十五位负责人。同时,中央成立中国证监会,作为证券委的执行部门。当时受命的证监会首任主席刘鸿儒回忆道,“证监会草创之初,一没钱,二没人,三没办公地点。”甚至没有经费,“当时财政部答应给开办费,但是还没有如期拨款”,刘鸿儒主席的“一个学生张志平,找关系借了200万元,又从联办借了200万元”。最后在保利大厦租了一层楼作为办公地点。<sup>⑨</sup>可见证监会成立之初的紧急与仓促。

地方相应成立证券管理委员会及其办公室。比如,上海市的地方证券管理委员会由上海负责金融的副市长任主任,由上海人行、计委、体改委、财政厅、审计局、外资局、司法办公室、证券管理办公室、国有资产管理局上海办公室、上海证券交易所等部门的代表组成。其职能主要是:制定地方的证券监管与行政管理法规;监管与授权本地的股票发行与上市;本地证券交易监管;地方上市公司的信息披露监管;具体政策的制定;地方证券人事的培训。

尽管在这一阶段中央成立了相应的证券监管机构,但是,在首发上市、企业再融资、B股发行、市场交易制度等方面,地方政府仍然起主导作用。

### 3. 第三阶段为1998年国务院机构改革

1997年11月,中央召开全国金融工作会议,决定对全国证券管理体制进行改革,理顺证券监管体制,对地方证券监管部门实行垂直领导,并将原由中国人民银行监管的证券经营机构划归中国证监会统一监管。1998年4月,根据国务院机构改革方案,国务院决定将证券委与中国证监会合并组成国务院直属正部级事业单位。1998年9月,国务院批准了《中国证券监督管理委员会职能配置、内设机构和人员编制规定》,进一步明确了中国证监会为国务院直属事业单位,是全国证券期货市场的主

---

<sup>⑨</sup> 刘鸿儒:《突破——中国资本市场发展之路》,中国金融出版社2009年版,第218~219页。

管部门。各地证管办移交中国证监会,各地的交易中心陆续被取缔,深圳与上海两大证券交易所改为中国证监会垂直管理。可以说,1998年全国集中统一的证券监管体制基本形成。

## (二) 地方政府对企业上市影响力变弱的具体表现

### 1. 股票发行审核制度的变革

国务院证券委使用计划经济的手段控制全国的股票发行——“配额”。根据《国务院关于进一步加强对证券市场宏观管理的通知》与《股票发行与交易暂行条例》,1992~2001年我国实行股票发行配额制,地方政府(与中央部委)对企业上市具有较大的决定权。每一年中央政府分配给各个省级政府与中央部委上市的额度,分配的标准先是实行“指标管理、额度控制”、1995年实行“总量控制、限制家数”。<sup>⑩</sup>由地方政府(或中央部委)挑选与“预审”企业;然后地方政府向中国证监会申请“复核”。尽管早在1993年证监会就成立了发行审核委员会,但是,90年代证监会几乎没有否决过地方政府的预审。有研究者认为这是因为地方政府领导的行政级别高于当时的证监会领导。<sup>⑪</sup>中央分配给地方的上市配额,在地方看来那是理所当然能够上市成功的。

配额制下国有企业发行股票的程序一般是首先要获得地方行业主管部门的同意,进入省政府的配额名单。这个名单的确定通常是在省级证券管理委员会的会议上基于本地计委部门的建议而作出。证券管理委员会、体改委与计委、企业的行业主管部门在整个发行过程中会支持与保荐企业。企业必须在体改委的监督下重组成一个股份公司,企业的母公司购买企业的法人股。然后,向证券委提出一个正式的暂时申请,

<sup>⑩</sup> “永不停止改革步伐——记周道炯”,载《中国金融家》2008年第10期,第23页。周道炯先生1995年3月31日到1997年7月3日任证监会主席。在采访中,他谈及了配额制的真实运作情形。“当时对上市公司,中央给各省、自治区、直辖市定的指标是发行额度,根据各地的经济规模,从3000万元到5000万元、8000万元、乃至1亿元不等。由于有上市需求的企业很多,各省区市为满足当地企业上市的强烈要求,往往选择小规模公司,这样可以多上几家。周道炯下去一调查,说:‘这不行,对市场不利!’随后,周道炯对额度控制方式进行了改革,将以往向各省下达发行额度,改为向各省下达上市家数,从而促进了一大批大中型国有企业的上市,对市场的稳定发展起到了积极的作用。”

<sup>⑪</sup> Stephen Green, *The development of China's stock market, 1984 - 2002: equity politics and market institutions*, London: RoutledgeCurzon, 2004, p. 75.

该申请包含了对公司资产、设备、运作与土地的评估、已经审计的公司三年账目与对来年的利润预测。有意思的是,这些文件都是由地方的证券办公室、体改委、计委、本地的证券公司、会计师、律师来准备,其中,主要是由证券办公室的工作人员来操办与开展尽职调查。当省级证券管理委员会许可该临时申请后,企业可以正式向证券管理办公室提出申请。由后者审查与评估这些本来由它自己准备的申请材料,并在30天内作出决定。若许可,则企业再向证券管理委员会提出第二次申请,后者再做一次评估。完成这些地方准备与手续后,企业可以去中央向证监会提出申请。<sup>⑩</sup>

2001年配额制的取消,地方政府对企业上市不再具有决定权,地方政府退出正式的企业上市挑选流程。中国构建了证券公司推荐、证监会发行监管部预审、发审委审核、证监会最终决定与交易所安排上市的首发上市审核流程。

表3 中国企业IPO监管与政策变迁

| 时间   | 1993        | 1997            | 2000.3      | 2001.3      | 2001.11       | 2003.7        | 2005.1 |
|------|-------------|-----------------|-------------|-------------|---------------|---------------|--------|
| 准入门槛 | 审批制         | 审批制             | 核准制         | 核准制         | 核准制           | 核准制           | 核准制    |
| 发行家数 | 额度制         | 额度制             | 额度消化        | 通道制         | 通道制           | 通道制           | 保荐制    |
| 发行价格 | 固定价格        | 固定市盈率<br>12~15倍 | 市场化<br>定价   | 市场化<br>定价   | 固定市盈<br>率<20倍 | 固定市盈<br>率<20倍 | 询价制    |
| 募集资金 | <总股本<br>65% | <总股本<br>65%     | <总股本<br>65% | <总股本<br>65% | <总股本<br>65%   | <2倍<br>净资产    | —      |

资料来源:朱武祥等:《中国股票市场监管与干预的经济学分析》,清华大学出版社2008年版,第63页。据此资料作者作了进一步的整理。

## 2. 股票交易市场的全国集中监管

20世纪90年代两大证券交易所基本上分别受上海市政府与深圳市政府的管理。一个典型的例子是地方政府决定上市公司的再融资,因为只要交易所同意,那上市公司就可以在未经中央同意的情况下向投资者再次公开发行(SPO)、配股或增发。

另外,20世纪90年代发生的一些事情突破了中央的底线。<sup>⑪</sup>例子

<sup>⑩</sup> Stephen Green, *The development of China's stock market, 1984 - 2002: equity politics and market institutions*, London: RoutledgeCurzon, 2004, pp. 74 - 75.

<sup>⑪</sup> 强纪英:“我与上海证券交易所”,载范永进、强纪英主编:《回眸中国股市:1984~2000年》,上海人民出版社2001年版,第56~57页。

之一就是国家股法人股的流通。国家股法人股不流通是中国开始股票市场实验与坚持公有制的前提,可是,交易所对国家股法人股不流通的贯彻有偏差。时任上海证券交易所上市部副总监的强纪英回忆:“国家股也是这样,只要当时的国有资产管理处负责人说××股可以流通,就马上可以进入二级市场。我记得上海嘉丰公司国家股就是这么跑出来的,当时放了10%,大约3000多万股,我填了单子交工程部就可以流通了。记得有一年,我们已关闭了国家股,不得买卖。不知什么道理,结果1994年又发生了,应该是关掉的,却没有锁定,上海市纺织局自作主张,竟然还是把这些股份成交卖掉了,把我们吓了一跳。这下可闯祸了,中国证监会也大为恼火,对此事进行调查……现在国有股全部冻结、锁定了,没法动了。老的股票中的法人股、国家股溜出去的都已分散到个人账户里了,也无法收回了。”

因此,中央决定直接监管证券交易所,进一步让交易所去地方化。1997年8月,国务院决定将上海证券交易所、深圳证券交易所统一划归中国证监会监管;同时,在上海和深圳两市设立中国证监会证券监管专员办公室。

### 3. 企业股份制改造的全国集中监管

企业上市的第一道关口是股份制改造,包括有限责任公司改制为股份有限公司,企业改制为股份公司或者发起设立股份公司。

2005年新《公司法》颁布之前,企业进行股份制改造必须经过地方政府的审批。当时的《公司法》规定,股份有限公司的设立,必须经过国务院授权的部门或者省级人民政府批准。<sup>⑭</sup>

2005年《公司法》取消了企业股份制改造的地方政府审批权力。这让地方政府在法律上退出了企业改制的审批。当然,国有企业会有另外的一套国有资产管理体制。

### 4. 证券公司保荐资源的重组

企业要上市,需要有证券公司的推荐、通道或当前所要求的保荐。保荐资源是稀缺的经济资源。从2001年至2004年,中国实行新股发行上市主承销商推荐制,对推荐数量进行通道限制;2004年2月1日起,实

<sup>⑭</sup> 1993年《公司法》(1999年修订)第77条。

行发行上市保荐制度(同时实行通道限制)。2005年1月,中国证券业协会决定从当年1月1日起,证券公司推荐企业发行股票不再实行“证券公司自行排队,限报家数”(即废除通道)的方案(即废除通道),正式过渡到保荐制度。

2004~2007年证券公司综合治理完成之前,地方政府控制了大部分证券公司,这相当于控制了大部分的上市机会。实证研究表明,地方政府并没有有效地运用地方知识与权力、帮助地方证券公司挑选高质量的拟发行人;地方政府对证券公司的影响更加吻合“掠夺之手”的假设,即地方证券公司承销的本地企业在长期绩效方面表现相对其他企业在统计上显著地差一些。<sup>⑮</sup>中国地方政府与证券公司之间的关系非常深。<sup>⑯</sup>

而在证券公司的综合治理活动中,通过证券公司的重组改造与风险处置等措施,使得很大一部分保荐资源从地方政府的手中释放出来。很多中央的力量介入或参与了证券公司的重组,一个突出的例子是证监会直接归口管理了安信证券。

由此,根据所有者的不同,中国当前的一百余家证券公司可以归为不甚严谨的三类:第一类是中央汇金公司、建银投资一系的证券公司;第二类是上市国有证券;第三类是地方非上市证券。这三类证券公司的行为方式有差异,其在执行中央指令时的贯彻程度大致是逐级递减的。比如,2006年,财政部提出国有金融控股公司高管薪酬的限额,第一类证券公司即中央汇金、建银投资系列的券商“实行了较为严格的限制,而上市国有券商则采取了略微限制的对策,其他国有券商、尤其是地方非上市券商的情况并不明朗,大致是‘少限’甚至‘不限’,游离于规则之外。”<sup>⑰</sup>

---

<sup>⑮</sup> Ning Jia, Haiyan Zhang, *The Impact of Government Ownership on the Underwriting Performance of Investment Banks - Evidence from China*, September 2009, available at [http://www.apjfs.org/2009/cafm2009/10\\_04\\_The%20Impact%20of%20Government%20Ownership.pdf](http://www.apjfs.org/2009/cafm2009/10_04_The%20Impact%20of%20Government%20Ownership.pdf).

<sup>⑯</sup> 阙治东:《荣辱二十年——我的股市人生》,中信出版社2010年版,第五章“风雨覆巢”、第七章“不可为而为之”与第八章“南方破产”。另可参见“谁需要券商”,载《经济》杂志2005年7月11日。

<sup>⑰</sup> 沈乎:“券商限薪众生相”,载《新世纪周刊》2010年第13期,第55页。

表4 不同保荐人的企业上市保荐情况

| 控制权             | 保荐人  | 取消 | %     | 通过 | %     | 未通过 | %     | 暂缓表决 | %     | 合计 |
|-----------------|------|----|-------|----|-------|-----|-------|------|-------|----|
| 华熙昕宇投资/<br>北京首创 | 第一创业 | 1  | 10.00 | 6  | 60.00 | 2   | 20.00 | 1    | 10.00 | 10 |
| 上海              | 东方   | 0  | 0.00  | 7  | 70.00 | 3   | 30.00 | 0    | 0.00  | 10 |
| 苏州              | 东吴   | 0  | 0.00  | 9  | 90.00 | 1   | 10.00 | 0    | 0.00  | 10 |
| 上海              | 国泰君安 | 0  | 0.00  | 8  | 72.72 | 3   | 27.27 | 0    | 0.00  | 11 |
| 江苏              | 联合   | 0  | 0.00  | 7  | 63.64 | 4   | 36.36 | 0    | 0.00  | 11 |
| 建银投资            | 宏源   | 0  | 0.00  | 10 | 83.33 | 2   | 16.67 | 0    | 0.00  | 12 |
| 中央汇金            | 申银万国 | 3  | 25.00 | 8  | 66.66 | 1   | 8.30  | 0    | 0.00  | 12 |
| 安徽              | 国元   | 0  | 0.00  | 12 | 92.31 | 1   | 7.69  | 0    | 0.00  | 13 |
| 中央汇金            | 中国银河 | 0  | 0.00  | 11 | 84.62 | 2   | 5.38  | 0    | 0.00  | 13 |
| 中央              | 中信建投 | 0  | 0.00  | 12 | 92.30 | 1   | 7.70  | 0    | 0.00  | 13 |
| 中央              | 光大   | 0  | 0.00  | 14 | 93.33 | 1   | 6.67  | 0    | 0.00  | 15 |
| 中央              | 中金   | 0  | 0.00  | 17 | 94.44 | 1   | 5.56  | 0    | 0.00  | 18 |
| 江苏              | 华泰   | 0  | 0.00  | 15 | 75.00 | 5   | 25.00 | 0    | 0.00  | 20 |
| 中央              | 中信   | 0  | 0.00  | 24 | 92.30 | 2   | 7.70  | 0    | 0.00  | 26 |
| 中央              | 招商   | 0  | 0.00  | 27 | 79.41 | 7   | 20.59 | 0    | 0.00  | 34 |
| 上海              | 海通   | 1  | 2.86  | 24 | 68.57 | 10  | 28.57 | 0    | 0.00  | 35 |
| 广东/辽宁           | 广发   | 4  | 11.11 | 29 | 80.56 | 3   | 8.33  | 0    | 0.00  | 36 |
| 深圳              | 平安   | 0  | 0.00  | 48 | 94.12 | 3   | 5.88  | 0    | 0.00  | 51 |
| 深圳              | 国信   | 0  | 0.00  | 47 | 90.38 | 5   | 9.62  | 0    | 0.00  | 52 |

数据来源:同表1。

表4报告的保荐人均均为近年来保荐项目数在十五个以上的保荐人。其中属于地方证券公司的有:国信证券(深圳市投资控股有限公司持股40%;华润深国投信托有限公司持股30%;云南红塔集团有限公司持股20%;中国第一汽车集团公司持股5.1%;北京城建投资发展股份有限公司持股4.9%)、<sup>⑩</sup>海通证券(上海市政府为终端的实际控制人)、山西的山西证券(现改名叫中德证券)、天津的渤海证券、国元证券(安徽国资金融控股平台安徽国元控股集团控股)、西南证券(重庆市国资委控股、

<sup>⑩</sup> 参见国信证券网站:<http://www.guosen.com.cn/about/about.html>。

建银投资参股)、东北证券(长春市国资委控股的亚泰集团控股)、国泰君安(第一、二、三大股东分别为上海国有资产经营有限公司、中央汇金公司和深圳市投资管理公司)、东方证券[既有申能(集团)有限公司、文汇新民联合报业集团、上海久事公司、上海烟草(集团)公司、上海电气(集团)总公司等大型国有企业;也有长城信息产业股份有限公司、上海金桥出口加工开发股份公司、上海建工股份有限公司等上市公司;还有上海致达科技(集团)股份有限公司、高远控股有限公司、上海任盛房地产发展有限公司等民营企业]<sup>①</sup>、第一创业(第一大股东为华熙昕宇投资有限公司,第二大股东为北京首都创业集团有限公司)<sup>②</sup>等。

其中属于非地方化的证券公司有:(1)建银投资与宏源证券;(2)第二类是汇金系证券公司,如中国银河与申银万国;(3)其他非地方政府控制的证券公司:中金、招商、光大等。

可见,地方政府掌握的证券公司资源与非地方化的证券公司势力相当。

此外,在证券经营机构重组的同时,中国证监会“设科取士”,实行保荐代表人考试选拔制度,打破了旧有的资源分配与既得利益格局,提拔了诸多新人。保荐代表人考试对保荐资源的分布产生了重新洗牌的效果。

### (三)效果:不同所有制企业公平竞争上市机会

配额制的废除,放开了IPO的供给,不再由地方政府或中央部委单一提供拟发行企业;企业股份制的改造也能脱离地方政府的影响;非地方化的证券公司相对比较中性。总之,全国集中的证券监管体制有利于不同所有制的企业公平竞争上市资源。

在证券发行审核与企业上市方面,经过二十年的探索,中国证监会已经形成了一套相对成熟的权力相互制衡体制。任何一家需要首发上市的企业都必须按照程序,一个环节一个环节地按照程序办事。这就是韦伯所说的官僚制运作。

---

<sup>①</sup> 参见东方证券网站:<http://www.dfzq.com.cn/dfzq/dfqj/bqlist.jsp?classid=0002000100080002>。

<sup>②</sup> 第一创业的前第一大股东北京首都创业集团有限公司在“一参一控”的要求下转让出第一创业的股份,退居第二大股东。

中国证监会的其他制度也有利于民营企业与地方国企的上市公平竞争,比如排队。中国证监会的“排队”制度使得不论企业的所有制与政治背景,基本上必须按照申报时间的先后排队,安排预审与上会,几乎没有插队(当然少数国务院央企除外)。排队的约束在很大程度上保证了不同所有制、不同背景的企业之间上市机会的公平竞争。

中央金融监管部门能够更加平等地对待民企与地方国企的上市申请,这一命题也符合当前理论界反思改革开放三十年成就所提出的“中性政府”概念。中性政府指的是在政府在决策与采取行动时,考虑社会的整体利益,对不同的利益集团采取无偏无倚的态度。<sup>①</sup>不同于各级地方政府,中央政府受到不同利益集团的影响,需要考虑不同利益集团的利益,也因此必须设计一套程序与制度,来公平对待不同的利益集团。这样不论地方国企、民企还是外资企业申请上市,都必须走程序。

“中性”能解释许多中国证券发行上市审核制度的安排,比如,发审委投票决定上市资格的安排,诚如刘鸿儒先生所言:“当时建立发审委以后,作为证监会主席,我感到很轻松,谁想找我走后门发行股票,我就说这个事情我不好管,由发审委决定。”<sup>②</sup>

从表1中可以看出,不同所有制企业的发审委会议通过率情况。民营企业的通过率为78.77%,否决率为19.01%。地方国企的通过率比民营企业高一点,但没高多少:地方国企的通过率为82.28%,否决率为16.46%。这些数据进一步反映了全国统一股票发行审核体制的中性。

#### (四) 地方政府融资平台的兴起

地方融资平台成为了股市融资的有效替代。其原因具体说来有以下四个:地方政府与地方国企如果想通过股票市场融资,面临着较大的阻力,特别是市场能力与财务指标更强的民营企业的竞争;多层次的保荐人保证了民营企业也能获得相当数量的保荐资源;排队;官僚体制的发行审核体制等。地方政府能够影响的上市资源变小、对企业上市进程与结果的影响(包括企业股份制改造)变弱,使得地方国企上市没那么

<sup>①</sup> 姚洋:“中性政府:对转型期中国经济成功的一个解释”,载《经济评论》2009年第3期。

<sup>②</sup> 刘鸿儒:《突破——中国资本市场发展之路》,中国金融出版社2009年版,第280页。



容易了。

直接金融的渠道日益脱离了地方政府的影响,但是,间接金融领域的银行系统却难以避开与地方的联系,尽管银行的市场化改革在加速,银行的内控在不断完善。地方政府控制着地方经济资源是我国地方政府与银行纠缠不清的主要原因之一。具体来说,我国中央与地方关系的特殊结构被诠释为中国经济发展之谜底的“经济联邦分权制”系列研究成果指出一个重要的事实,地方政府占有经济资源,包括土地、税收、财政等……而“土地、税收、市场准入等优惠政策是目前银行最值得信赖的抵押物和政府担保”。<sup>⑳</sup> 这些吸引着银行。地方政府通过各种方法控制劳动、土地等要素价格,来控制地区金融资源的配置权,以致实务部门的工作人员发出感叹,“即使各全国性商业银行可以通过垂直化管理、微观治理层面改善和内部制度创新,弱化金融生态环境中存量因素对区域内分、支银行机构的影响,但终究无法摆脱地方政府主导经济资源模式对其竞争力的制约”。<sup>㉑</sup>

### 三、如何检验“地方国企上市需求终结”假说

关于近几年地方国企上会与上市的数量变少,还有一种解释必须考证:是不是地方国企该上市的都上完了?地方国企没有要上市的了?这里提出的问题其实是地方国有企业数量变化对上会企业所有制构成中地方国企占比变小的影响。

毋庸置疑,自1997年党的“十五大”提出用三年左右的时间完成国企改革攻坚战,并提出“抓大放小”的战略,各地国企的数量有大幅度的下降。国有及国有控股企业在全部企业中数量比重从1999年的37.8%下降到2005年的10.1%,2006年进一步下降到8.3%。而非国有的企业数量比例则从1999年的62.2%上升到2006年的91.7%。<sup>㉒</sup>

<sup>⑳</sup> 李兴智、王韬:“商业银行竞争力区域差异与地方政府行为——基于区域金融生态环境差异的分析”,载《中国行政管理》2009年第2期。

<sup>㉑</sup> 同上注。

<sup>㉒</sup> 历年《中国统计年鉴》。

但是,地方国企业的数量仍然庞大,尤其是相对于上市公司的数量而言,这是对全国全局的一个基本判断。尽管国企业的数量与占比在显著下降,但是全国的大局仍然是存在庞大的国有企业。从表5可以看出,在2006年地方共计有五万多家地方一级国企,平均每一个省域有将近千家一级地方国企,更不要说二级、三级地方国企业的数量。

而中国股票市场发展二十年来,境内上市公司数(A、B股)为1947家,境外上市公司数(H股)为161家,两者加起来略多于一个省级区域的一级国企数量。

而且,从地方融资平台的庞大规模来看,地方政府的融资需求是巨大的,地方政府的投融资饥渴症依然不减。<sup>⑥</sup>从这个意义上讲,地方国企的上市需求不仅存在,而且很庞大。

表5 全国国有企业的数量及其他基本情况(2006年)

| 项目         | A      | B       | C      | D         |
|------------|--------|---------|--------|-----------|
| 全国合计(合并)   | 61,403 | 115,087 | 3738.1 | 116,200.4 |
| 一、中央小计     | 4453   | 22,889  | 1732.3 | 66,995.9  |
| (一)国资委监管企业 | 155    | 16,870  | 1125.9 | 51,195.6  |
| (二)部门监管企业  | 4298   | 6019    | 606.4  | 15,800.3  |
| 二、地方小计     | 56,950 | 92,198  | 2005.9 | 49,204.5  |
| 北京市        | 1436   | 5054    | 106.4  | 3492.1    |
| 天津市        | 3331   | 3702    | 45.2   | 2704.2    |
| 河北省        | 2290   | 3017    | 87.2   | 1306.7    |
| 山西省        | 3599   | 4381    | 127.5  | 1550.2    |
| 内蒙古自治区     | 727    | 895     | 47.4   | 704.5     |
| 辽宁省        | 2064   | 3073    | 118.6  | 1822.9    |
| 含:大连市      | 202    | 590     | 25.8   | 441.3     |
| 吉林省        | 1123   | 1402    | 31.7   | 383.7     |
| 黑龙江省       | 2484   | 3146    | 94.4   | 570.5     |
| 上海市        | 2885   | 9502    | 119.9  | 5820.8    |
| 浙江省        | 2780   | 4739    | 63     | 3600.6    |

<sup>⑥</sup> Yasheng Huang, *Inflation and Investment Controls in China: the Political Economy of Central-local Relations during the Reform Era*, Cambridge University Press, 1996.

续表

| 项目    | A    | B    | C     | D      |
|-------|------|------|-------|--------|
| 含:宁波市 | 387  | 542  | 5     | 628.6  |
| 江苏省   | 2128 | 4075 | 73.3  | 3576.4 |
| 安徽省   | 1236 | 2348 | 74.2  | 1451   |
| 福建省   | 2234 | 3682 | 54.6  | 1582   |
| 含:厦门市 | 123  | 652  | 9.1   | 487.6  |
| 海南省   | 647  | 847  | 6.7   | 191.1  |
| 广西    | 3443 | 4006 | 63.9  | 1113.7 |
| 贵州省   | 1800 | 2171 | 38.8  | 720.5  |
| 四川省   | 1761 | 2879 | 64.2  | 1721.2 |
| 重庆市   | 891  | 2009 | 42.3  | 1881.3 |
| 云南省   | 1410 | 2206 | 51.8  | 1330.2 |
| 陕西省   | 2320 | 3197 | 66    | 1268   |
| 甘肃省   | 1069 | 1347 | 38.1  | 636    |
| 青海省   | 256  | 495  | 9.1   | 261.5  |
| 西藏    | 345  | 437  | 3.5   | 137    |
| 宁夏    | 288  | 441  | 7.9   | 112.6  |
| 新疆    | 992  | 1350 | 26.2  | 367.6  |
| 江西省   | 1342 | 1915 | 59.4  | 629.1  |
| 山东省   | 2333 | 4682 | 153.3 | 2562.9 |
| 含:青岛市 | 319  | 822  | 19.5  | 447.3  |
| 河南省   | 2848 | 3646 | 107   | 1549.1 |
| 湖北省   | 1664 | 2394 | 47.5  | 700.4  |
| 湖南省   | 1565 | 2216 | 58.5  | 881.4  |
| 广东省   | 3659 | 6944 | 118.5 | 4575.3 |
| 含:深圳市 | 49   | 719  | 16.1  | 920.7  |

资料来源:中国国务院发展研究中心信息网数据库。A = 一级企业数量(家); B = 所属三级以上户数(户); C = 从业人员人数(万人); D = 年末国有资产总量(亿元)

#### 四、全国证券集中监管体制的形成原因

上文从两个现象展示了地方政府与中央金融监管的相互影响关系: 地方国企首发上市申请数量少, 反映了中央政府集中监管对地方政府融资行为的影响; 地方政府融资平台反映了地方政府庞大的融资需求的其

他出口。也就是说,地方政府有了让企业上市之外的其他成本更低、阻碍更小的融资渠道。笔者还想进一步分析,为什么改革开放初期形成的地方政府各自实验的资本市场会在90年代逐渐演变成中央集中监管?资本市场“去地方化”的动力与原因是什么?一种直观的看法是,资本市场是全国性的,那么对其的监管也应该是全国统一与中央集中的。但是,有学者也揭示了同一时期发生的全国统一公司法现象。<sup>②</sup>

### (一) 中央政府合法性管理内容之一的证券中央集中监管

新加坡国立大学王江雨教授认为,证券中央集中监管是中央政府的合法性(Legitimacy)管理的一部分。“合法性管理模型能有效地解释统一运动背后的动机。在这个过程中,与合法性相关的考虑,如国家权力的集中、维持主流意识形态、政治与社会稳定、建立与制度化市场导向的监管框架,都发挥了显著的作用。”<sup>③</sup>

### (二) 作为全国金融调控手段之一的证券发行上市监管

20世纪90年代中国的股票发行上市监管不仅具有西方发达资本市场上市融资监管的功能,它更是全国金融宏观调控的手段之一。

#### 1. 八、九十年代通货膨胀的持续威胁

八、九十年代应付通货膨胀的压力与中国计划经济向市场经济转轨的内在问题,在一定程度上塑造了中国的资本市场监管制度。中央政府面临的持续的通货膨胀调控压力使得1992年开始建立中央集中证券监管体制,并在随后的六年时间里进一步强化全国证券集中监管体制。

作为一个大国,中国的通货膨胀问题一直是中央金融治理的难题。20世纪80年代对计划体制的重要改革之一是适度地放开价格,由市场供求调节价格,当时称之为价格“闯关”,但当时价格浮动与“闯关”失败带来的问题是通胀压力。1985年以后中国开始出现严重的通货膨胀,1985年到1989年五年的通货膨胀率分别为8.8%、6.0%、7.3%、18.5%、17.8%。1997年“软着陆”之前,通胀的治理与全国金融资金的宏观控制一直是中央政府的重任。“1992年年底,中国经济开始出现过

<sup>②</sup> 蒋大兴:《公司法的观念与解释》,法律出版社2010年版,第一章第四节“公司法的联邦主义”。

<sup>③</sup> Wang JiangYu, *The Political Logic of Securities Regulation in China*, Peking University Journal of Legal Studies, Vol. 2, forthcoming.

热现象,通货膨胀犹如脱缰野马。一年之内,在固定投资增加46%的推动下,居民消费指数上涨了15%。”<sup>②</sup>1993年,即使当时已经开始实行各地股票发行的配额制,通胀形势仍很严峻。“自1993年物价狂起,到了1994年,中国35个大中城市的食品类价格竟比上年同期上涨34.1%,1994年是物价涨幅最高的一年,达21.7%。”当时国务院副总理朱镕基在1994年总结道:“1993年6月中央下发六号文件,7月开始宏观调控。首先是整顿金融秩序,过去的既往不咎。7月7日开始,超出贷款规模乱拆借的银行行长一律撤职,结果(乱拆借)一下子就刹住了。第四季度中央又把银根放松了一些,对企业的流动资金放松了一些,这个放松是大有好处的,否则企业就没法继续生产,就会大起大落。这说明,中央对宏观调控力度的掌握是恰到好处的。”<sup>③</sup>另据前中国人民银行副行长吴晓灵回忆说,“令人担心的通货膨胀失控的阴影对中央是一个重大挑战,我们如何才能既让经济冷却下来,又能保持改革的动力?我们抓住了问题的症结,诸如未经批准的集资和过多的信贷。江泽民总书记把朱镕基派去当中国人民银行的行长。他们两人都认为必须压缩地方投资。”<sup>④</sup>

在这样的历史环境下,企业股票发行上市的金融监管承担的主要功能之一是金融宏观调控与全国资金的调度,而这影响了股票发行上市的具体制度安排。

## 2. 配合金融宏观调控的诸多股票发行制度

20世纪90年代的配额制不仅“保证国企或者国家资本主导的企业独占发行市场”,<sup>⑤</sup>而且能调控全国各地政府与企业从股票市场中筹集的资金数量并投放到地方建设中的资金数量。具体来说,当时不仅发行的股票量是固定的,而且股票发行价格是固定。“在1993~1999年期间,中国证监会为所有新发行股票制定了约为15倍的市盈率作为其标

---

<sup>②</sup> [美]库恩:《中国30年:人类社会的一次伟大变迁》,上海人民出版社2008年版,第123页。

<sup>③</sup> 姜文泽:《改变:回望中国改革开放的三十年》,中国华侨出版社2009年版,第226页。

<sup>④</sup> [美]库恩:《中国30年:人类社会的一次伟大变迁》,上海人民出版社2008年版,第123页。

<sup>⑤</sup> 方流芳:“过度管制导致的挫折——方流芳解析中国证券市场”,载《经济观察报》2001年12月6日。

准,不考虑公司所属的行业、发展前景或者预测现金流价值。”<sup>③</sup>这样,地方国企与地方建设能够从股票市场筹集的资金数量也是中央固定的。

此外,我国是少数对上市公司募集资金的使用用途进行严格管理的国家。公司改变投资项目、变更募集资金用途,要不要监管?《证券法》立法过程中对此有争议。一种意见认为,“公司投资项目的确定,是一种完全的市场行为,公司一般对市场状况比较了解,有权也有必要根据市场变化情况,改变或调整原定项目,以便将资金投入 to 效益好的项目上去。”另外一种意见认为,“通过股市进行融资,是一种稀缺资源,政府必须加强监管与调控,保证资金投向国家重点扶持的有发展前途的项目,并提出几种建议:第一,加强对公司项目立项的审查,进一步加强和完善联合审批制度,像新股发行一样,对配股募集资金的投资项目,也要实行计委、经贸委和证监会的联合审批制度,以达到控制募集资金的投向,提高其使用效率的目的。第二,规范募集资金使用方向的改变。对于上市公司根据生产经营和市场变化的需要,要求改变募集资金使用投向的,公司应履行与募股申请相同的审批程序,避免资金使用的随意性。第三,可以规定上市公司发行证券所募集的资金必须在规定的期限内,按照规定的用途使用,如果这样办不到的,就要对该项资金进行专项管理,可以将其存放在国有银行或购买国债,并由主承销商监督其使用,严禁用于炒作股票。第四,建议规定由独立审计师连续两年每半年对募股资金进行一次审计,违反规定使用的给予严厉的处罚。”<sup>④</sup>最终出台的《证券法》规定,公司若改变资金用途,须经由股东大会批准,并且,改变招股说明书所列资金用途的而未作纠正的,不得发行新股。

实践中,证监会“加强对上市公司的巡查工作,不断改进提高上市公司募集资金使用效率的政策措施。1999年全国证券监管工作会议指出:‘上市公司募股资金的使用存在较多问题,有的擅自改变募股资金的使用方向,有的募股资金被控股公司挪作他用,有的甚至私自放贷赚取利息,也有的违规进入证券市场炒作股票,严重地损害了广大投资者的

---

<sup>③</sup> Stephen Green, *The development of China's stock market, 1984 - 2002: equity politics and market institutions*, London: RoutledgeCurzon, 2004, p. 180.

<sup>④</sup> 王连洲、李诚:《风风雨雨证券法》,上海三联书店2000年版,第303~304页。

合法利益。为此,要尽快研究制定相关法规,进一步加强对企业募股资金使用监督管理。’”<sup>⑤</sup>

### 3. 数据验证

如果股票发行监管是作为中央金融宏观调控的手段,那么我们可以推出两个假说:(1)当前一年通胀压力大时,中央将压缩当年的全国股票发行额度;(2)当前年通胀压力小甚至有通缩压力时,中央则会放大当年的股票发行规模,以增加投资建设的资金量。

表 6 配额制的实际运行情况(单位:亿元)

| 年度   | 最初额度 | 修正额度        | 修正日期    | 实际 A 股 IPO 筹集的资金 |
|------|------|-------------|---------|------------------|
| 1993 | 5    | 5.5         | Na      | 19.4             |
| 1994 | 5.5  | 没有发行        | 1994.7  | 5                |
| 1995 | 没有额度 | 5.5         | 1995 初  | 2.3              |
| 1996 | 5.5  | 10          | 1996.12 | 22.4             |
| 1997 | 10   | 15, then 30 | 1997.5  | 65.5             |
| 1998 | 30   | Na          | Na      | 44.3             |
| 1999 | 取消配额 | Na          | Na      | 57.3             |

资料来源:Stephen Green, 2004, p. 164。

表 7 各年度的境内股票实际筹资额与上一年度的 CPI 指数对照(1993~2001 年)

| 年度   | 境内 A、B 股实际筹资额(亿股) | 前一年 CPI 指数 |
|------|-------------------|------------|
| 1993 | 314.54            | 6.4        |
| 1994 | 138.05            | 14.7       |
| 1995 | 118.86            | 24.1       |
| 1996 | 341.52            | 17.1       |
| 1997 | 933.82            | 8.3        |
| 1998 | 803.57            | 2.8        |
| 1999 | 897.39            | -0.8       |
| 2000 | 1541.02           | -1.4       |
| 2001 | 1182.13           | 0.4        |

<sup>⑤</sup> 陈耀先:《中国证券市场的规范与发展》,中国金融出版社 2001 年版,第 39 页。

数据验证了前面的两个假说。运用 Stata 做统计上的相关分析,可以发现 1993 ~ 2001 年期间,前一年 CPI 指数与当年通过股票实际筹资额高度负相关,两者的相关系数为“ -0.626”(  $p = 0.022 < 0.05$ , 统计显著)。也就是说,前一年的经济 CIP 指数如果高,那么全国金融监管机构将通过控制股票发行额度与股市筹资额来控制从股市流入建设领域的资金量。

## 五、结语:地方政府与全国金融监管的互动

改革开放三十年以来,地方政府在企业上市中的角色经历了一个较大的制度变迁。80 年代属于各地股份制与股票发行实验阶段,到了 90 年代即使中央监管机构成立,但地方政府在配额制下仍对企业上市资格的选定起决定性的作用。2001 年之后,全国集中证券监管体制下,地方政府对企业上市能否顺利通过证券发行审核的影响式微。这是地方国企上市数量变少的宏观背景因素。但这并不是说地方政府与企业上市没有多大关系了。新时期地方政府对企业上市的作用至少表现在两个方面:其一,各地地方政府纷纷出台企业上市激励制度(比如通过辅导验收奖励三万元),这些激励制度适用于不同所有制的企业。<sup>⑤</sup>其二,地方政府加强了对企业上市的推动和管理。即使当初的地方证管办已移交中国证监会、由后者垂直领导,但是地方政府大都新成立有“上市办”、“金融办”或“上市工作小组”等机构,负责本辖区的企业上市工作。比如,湖北省政府的地方上市筹备与组织工作做得较为细致,省政府在省发改委体改处设立“推进企业上市工作领导小组办公室”,由省政府副省长担任组长,省发改委副主任(正厅)担任小组办公室主任。湖北省将省内企业分成多种梯队:上市后备企业分为重点培育类(重点培育企业又分重点支持与重点培育两类)、培育类与扶持类。一家拟发行企业的梯队晋升需要有小组办公室的批文,如“省企业上市办关于同

<sup>⑤</sup> “地方政府力促企业上市”,载《深交所》2007 年 1 月。



意将湖北银海棉业有限责任公司纳入全省上市后备企业资源库的批复”。<sup>④</sup> 在政府的管理下,企业的等级严格。

地方国企上市与地方融资平台都是地方政府为本地建设筹资的融资行为。中国若要构建金融稳定的基础,那么地方政府的融资行为与全国金融监管两者之间的良性互动是必不可少的。

---

<sup>④</sup> 参见 <http://www.hbssb.gov.cn/View.asp?id=2820>。该批复主要内容如下:(1)根据《省人民政府关于推进企业上市的若干意见》(鄂政发[2008]42号)和《关于调整和遴选全省上市后备企业的通知》(鄂上市办发[2008]5号)文件精神,经研究,湖北银海棉业有限责任公司符合纳入全省上市后备企业的基本条件,同意将该公司纳入全省上市后备企业资源库。(2)请你委(注:指潜江市发展和改革委员会)指导和支持该公司按照《公司法》、《证券法》等法律、行政法规规范运作,不断完善公司法人治理结构,抓紧做好改制上市前各项准备工作。(3)湖北银海棉业有限责任公司应抓紧成立上市工作专门机构,制订详细工作计划和方案,明确工作目标,按计划稳步推进上市工作。(4)有关上市进展中的重大事项及需要省上市办(注:指湖北省推进企业上市工作领导小组办公室)协调解决或给予支持指导的相关事宜,请及时向省上市办报告。