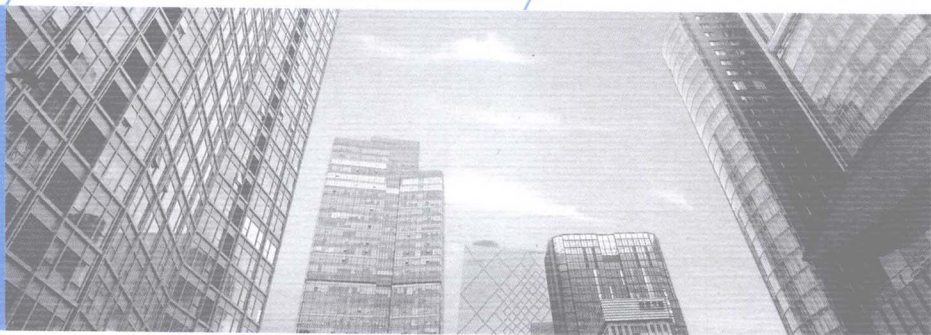


本书系 国家社科基金重点项目“我国资本市场系统稳定性评估和监测研究”(11AZD010)子课题
国家社科基金一般项目“中国资本市场监管有效性研究”(05BJL028) 的最终成果

ZHONGGUO ZIBEN SHICHANG
JIANGUAN YOUXIAOXING YANJIU



中国资本市场 监管有效性研究

郝旭光 等著



对外经济贸易大学出版社
University of International Business and Economics Press

本书系 国家社科基金重点项目“我国资本市场系统稳定性评估和监测研究”(11AZD010)子课题
国家社科基金一般项目“中国资本市场监管有效性研究”(05BJL028)的最终成果

中国资本市场监管有效性研究

郝旭光 ◎等著

对外经济贸易大学出版社
中国·北京

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资本市场监管有效性研究 / 郝旭光等著. —北京: 对外经济贸易大学出版社, 2015
ISBN 978-7-5663-1454-3

I. ①中… II. ①郝… III. ①资本市场-金融监管-研究-中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 211725 号

© 2015 年 对外经济贸易大学出版社出版发行

版权所有 翻印必究

中国资本市场监管有效性研究

郝旭光 等著

责任编辑: 王红梅 张俊娟

对外经济贸易大学出版社

北京市朝阳区惠新东街 10 号 邮政编码: 100029

邮购电话: 010-64492338 发行部电话: 010-64492342

网址: <http://www.uibep.com> E-mail: uibep@126.com

北京九州迅驰传媒文化有限公司印装 新华书店北京发行所发行

成品尺寸: 170mm×240mm 23.75 印张 466 千字

2015 年 12 月北京第 1 版 2015 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5663-1454-3

定价: 55.00 元

前 言

经过二十多年的努力，取得巨大发展的中国资本市场作为中国经济从计划体制向市场体制转型过程中最为重要的成就之一，促进了经济和企业的进步和发展。尽管如此，它也仅仅是走过了发展的初级阶段。由于创建时的制度缺陷、运行中的经验不足以及其他因素的制约，中国资本市场还带有典型的新兴加转轨的特征，不可避免地受到市场失灵的困扰。而且，资本市场的运行和监管也存在许多问题，还有许多违规违法的现象，例如，虚假信息、违规发行、价格操纵、内幕消息等，使其尚未能充分发挥资源配置、融资、投资和价格发现的功能。“上有政策、下有对策”的问题非常严重。因此，从中国资本市场的实际情况出发，对中国资本市场监管有效性进行系统、全面研究，有着重要的意义。

资本市场的稳定、发展不仅对宏观经济有着重要的影响，对社会的和谐、稳定也有着重要的意义。本书是国内率先系统研究资本市场监管有效性，增强资本市场的监管有效性，推动资本市场持续、稳定、健康发展，保证资源的优化配置这一本原功能发挥的重要成果。这无疑将填补国内在这方面研究的许多空白，为中国在全球金融危机后保证资本市场健康发展提供理论与政策依据；本书研究的另一重要意义在于具有广泛而重要的应用价值：可为国务院有关领导、各级监管部门和领导对增强监管的有效性，发挥资本市场在宏观经济中应有的功能和作用，维护社会的和谐、稳定提供操作性强的政策方案与实施对策，并提供一套新思路与新方法。

本书旨在分析目前资本市场运行和监管存在的问题及其原因，探索监管有效性的影响因素及其相互之间的关系和发展规律，寻求提高资本市场监管有效性的分析框架，探索提高中国资本市场监管有效性的途径。

从实现监管目标的角度看，本书把资本市场监管有效性定义为：监管机构所制定的法律、法规、政策，所实施的监管活动和过程，符合资本市场运行和发展的规律，并能够得到贯彻执行，取得了预期效果，实现了监管目标，从而解决了资本市场的市场失灵问题，维护了资本市场的安全，降低了系统风险，防止了市

场大起大落，保护了投资者的利益，预防和减少了市场中的违法违规行为，保证了市场充分发挥其本原功能。

这样，逻辑上就要求对以往监管的效果进行评价；监管理念科学；监管法律法规体系完善；使违法违规行为得到有效的遏制，使上市公司讲求诚信，上市公司财务舞弊行为能得到识别和约束，市场安全得到保障，投资者得到有效保护；监管行为和过程强调监管者与被监管者的相互作用，监管政策能够得到实施，监管政策的意图能够得到实现，强调结果导向。

增强资本市场监管有效性，需要具体研究以下内容：

科学的理念，包括监管主体的合理定位和正确的监管指导思想，并以此来指导监管实践。正确的监管理念，是保证监管有效性的前提。要提高资本市场监管有效性，监管主体的定位必须科学、合理，必须以科学的监管理念指导监管实践。

资本市场监管所依赖的法律法规的完善程度及资本市场监管体系的健全程度，是有效监管的基础。

上市公司是资本市场的基石，是资本市场正常运行的基础，对市场持续、稳定、健康发展有重要影响。因此，提高上市公司的质量，建立诚信制度，是提高监管有效性的基础，是促进资本市场持续、稳定、健康发展的保障。

上市公司财务报告舞弊是资本市场监管的一个重要而又复杂的研究领域，它影响着资本市场的运行，是资本市场监管的一个重要内容，包括财务报告舞弊产生的条件和机理，特征指标及其识别模型，如何对财务报告舞弊进行监管。

在资本市场监管有效性研究中，要具体分析资本市场参与者的行为。监管主体要了解其他市场参与者的行为，需要随时掌握各个市场主体的相互关系及其互动情况，了解参与者之间的相互影响，进行参与者之间的博弈分析。

对中国资本市场监管有效性进行实证分析。实证分析主要从两个方面进行：第一，利用调研问卷的数据，对中国资本市场监管有效性的整体评价进行研究。其中，运用关联规则的方法，建立监管失效模型。第二，利用统计学方法、事件分析法、问卷调查等方法考察政策实施前后股指和个股的收益率及其波动率是否发生显著变化。在专家访谈的基础上，确定资本市场建立以来的一系列具体监管政策作为研究对象，然后首次系统地研究这些政策的效果。问卷调查根据被调查者的熟悉程度和对市场影响力大小的原则，选择了2008年4月20日证监会发布的《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》作为具体措施的代

表。

本书研究方法与创新程度、突出特色和主要建树主要有以下七点。

第一，在研究方法上进行了多种方法交叉研究。基于经济学与法学视角的结合，基于博弈论的视角，规范分析与实证分析结合。提出了中国资本市场监管有效性的一个新的分析框架，中国资本市场监管有效性的含义，目前监管有效程度较

低的表现和原因，本质上是一个规范分析。实证研究主要通过问卷调研、统计分析、事件研究法、关联规则算法及其结合研究四个问题：一是通过问卷调研得到的数据，对中国资本市场监管的有效性从整体上进行实证检验；二是在对中国资本市场监管的有效性进行实证检验时，将数据挖掘中关于多项集和频繁集的概念引入问卷数据分析领域，希望借助关联规则算法解决问卷数据中的多项选择问题，分析中国资本市场监管有效性程度较低的问题及其深层原因；三是事件研究法和统计分析方法相结合，说明股指不同时期的波动情况；四是综合运用单变量分析和多变量分析，研究识别财务报告舞弊的特征。

这些研究方法的应用，确保了本书研究成果的客观性、可操作性和应用价值。

第二，资本市场监管的科学理念。可概括为功能定位的准确性，资本市场的本质是一个各方参与交易的公共平台，不只是融资和为国企脱困的工具；强调资源的优化配置，监管者是维护公共利益的“警察”和“裁判员”；保护投资者的合法利益；监管方式的预防性，监管过程的应变性和动态性；适度监管与结果导向；监管体系的系统性。

第三，资本市场监管体制及法律法规建设。本书结合中国的实际情况，研究了资本市场监管法律法规建设这一监管工作的依据和监管有效性的基础，包括证券上市监管法律制度、信息披露监管、证券欺诈禁止制度、中国资本市场监管法律制度的发展与完善四个问题。同时分析了不实陈述、内幕交易、欺诈客户、操纵价格四种类型的证券欺诈行为的表现、原因以及相应的监管制度，强调打击与预防相结合的制度设计思路。为了促进中国资本市场监管法律制度的发展与完善，提出了健全调查取证制度，建立司法协作制度，强化行政仲裁制度，引入专家鉴证制度，灵活运用和解制度，注重对投资者的保护救济制度，完善对基金管理人的监管和激励制度的建议。

第四，上市公司诚信。本书力求从法学的角度研究建立约束机制，从经济学的角度研究建立激励机制。探讨了取消职业经理人任职资格制度的基本构想，并对实现上市公司诚信与管理的更高标准提出了具体的建议，认为取消职业经理人任职资格制度将成为上市公司诚信制度的法律保障。

第五，对上市公司财务舞弊的监管。本书探讨财务报告舞弊产生的条件和机理，依据有显著性差异的指标建立 Logistic 回归模型，并对模型进行数据挖掘，确定各个分析指标之间的关联规则，再利用因子分析改进模型，从模型和有显著性差异的指标中总结出标识财务报告舞弊行为的特征指标，建立有效的财务报告舞弊识别模型，据此提出对财务报告舞弊进行监管的建议。

第六，资本市场监管有效性的博弈分析。本书重在利用博弈论模型研究资本市场监管有效性问题，由浅入深，进行全面的分析。建立三方静态博弈模型、中

小投资者与监管部门的博弈模型、动态博弈模型、委托—代理模型、激励相容度的概念和表达式模型、两种监管制度（激励诱导机制和惩罚机制）六个博弈模型。

第七，资本市场监管有效性的实证分析。现有文献没有从定性与定量结合的角度对中国资本市场监管有效性的现状进行全面研究。本书通过对监管部门和其他市场参与者进行问卷调查，系统评价了资本市场监管政策的效果，且基于数据挖掘中关联规则的方法，建立监管失效原因模型，分析中国资本市场监管失效的深层次原因。实证结果发现：市场参与者对监管部门的总体监管效果评价较低，且对近年来监管部门颁布的代表性政策的满意度低于60%，二者都没有达到4分（满分7分）的水平。具体表现为政策的前瞻性、严密性和综合性较差。通过模型分析发现监管部门在监管过程中形成了“理念—政策—效果”三层面体系：由于监管部门对监管理念即对资本市场的本质和监管目标的认识存在偏差，导致监管部门对资本市场存在的问题缺乏清醒、深刻的认识，在监管过程中违背了“三公”原则，进而导致监管部门在制定相关政策时“考虑不全面，措施不配套”，从而表现出较差的前瞻性和稳定性。这部分的研究方法、内容和结论是本书的核心。

本书首次运用统计学方法、事件分析法、问卷调研多种方法对一系列具体监管政策的有效性进行了系统评价，将政策划分为短期、中期、长期政策，研究这些政策对资本市场的短期、中期、长期的政策效果。据此探索提高中国资本市场监管有效性的基本途径。

本书研究具有重要的学术价值、应用价值以及一定的社会影响与效益。

本书的学术价值在于，在国内选取了一个新的题目，明确提出并探讨了资本市场监管有效性概念的内涵、性质、影响因素及变化规律，分析了监管有效性的要素及其相互关系，并由此得出中国资本市场监管有效性的一个新的分析框架和初步的理论体系，为提高资本市场监管有效性理清了思路 and 方向。在对中国资本市场监管的有效性进行实证检验时，将数据挖掘中关于多项集和频繁集的概念引入问卷数据分析领域，借助关联规则算法解决问卷数据中的多项选择问题，对问卷的多项选择题进行分析，寻找出若干被同时选择的选项，进而分析隐藏在这些选项背后的深层原因，由此探索资本市场监管有效性程度不高的问题及其深层次原因和提高的途径。这是对调研问卷数据进行分析方法上的一个重要创新，也丰富了监管理论。

本书研究的应用价值体现在研究过程中问卷调研的运用有一些新的创意，包括对研究程序、过程、内容做了新的探索，巧妙地设计两份问卷，从正反两个方面对同一问题进行提问，更准确地探知被调查者的看法，设计了识别无效问卷的题目，提高了问卷的客观性和准确性。

虽然事件研究法在资本市场研究中应用广泛，但运用事件研究法研究资本市

场监管的有效性的文献尚不多见。本书运用描述性统计、事件分析法、问卷调查等多种方法研究了《人民日报》发文、股权分置改革、“维持股市稳定”、国有股减持、“国九条”政策等监管政策的效果，用已有的方法研究了一个新问题，通过大量的指标对比得出的实证研究的结果表明，这些具体政策的效果并不明显，表现在没有达到颁布政策所要达到的预期目标，有些甚至还与政策意图相反。据此提出针对性的改进建议。

本书成果的应用价值以及社会影响和效益表现在：通过研究中国资本市场监管有效性的一系列问题及其原因，剖析监管有效性的影响因素和影响方式，探索增强资本市场的监管有效性的途径，对于增强资本市场的监管有效性，实现监管的整体目标，解决“市场失灵”和“上有政策、下有对策”的问题，推动资本市场持续、稳定、健康发展，都具有重要的参考借鉴意义。

本书的阶段性成果在多种场合与学者、有关部门和业界广泛交流，产生了较大的社会影响。

目 录

第 1 章	导论	1
1.1	问题的提出及选题意义	1
1.2	应用的研究方法	12
1.3	研究的结构安排	16
1.4	本研究的创新	20
第 2 章	概念界定	29
2.1	资本市场监管	29
2.2	资本市场监管目标及其分类	34
2.3	资本市场监管有效性	41
第 3 章	文献综述	45
3.1	资本市场监管有效性理论	45
3.2	博弈论视角下的资本市场监管有效性	50
3.3	对上市公司财务报告舞弊的监管	54
3.4	具体监管政策的有效性	55
第 4 章	资本市场监管理念	59
4.1	资本市场监管理念及其重要性	59
4.2	如何形成科学的资本市场监管理念	60
4.3	资本市场监管理念的具体内容	63
第 5 章	资本市场监管体制与法律制度	77
5.1	资本市场监管体制分类	78
5.2	证券上市监管法律制度	84
5.3	信息披露监管	91
5.4	证券欺诈禁止制度	96
5.5	中国资本市场监管法律制度的发展与完善	105

5.6 资本市场监管的国际化发展趋势	115
第6章 上市公司诚信制度的建立	119
6.1 诚信制度的约束机制	119
6.2 诚信制度的激励机制	126
6.3 上市公司的投资者关系管理	131
6.4 上市公司的社会责任	137
第7章 对上市公司财务报告舞弊的监管	141
7.1 概念界定与理论假说	141
7.2 实证研究	145
7.3 对上市公司财务报告舞弊监管的政策建议	159
第8章 资本市场监管有效性的博弈分析	171
8.1 静态博弈	173
8.2 中小投资者与监管部门的博弈	180
8.3 动态博弈模型	183
8.4 委托—代理模型	189
8.5 监管有效性的激励相容度标准	191
8.6 不对称信息条件下资本市场监管的两种模式	195
8.7 结论与建议	212
第9章 中国资本市场监管有效性的实证分析	217
9.1 研究设计	217
9.2 中国资本市场监管有效性实证结果分析	224
9.3 对监管政策效果的不同态度群体分析	241
9.4 中国资本市场监管失效原因初步分析	247
9.5 中国资本市场监管缺乏有效性原因的深入分析	267
9.6 结论与建议	275
第10章 中国资本市场具体监管政策有效性的实证分析	279
10.1 相关假设	279
10.2 短期政策（“股市维稳”政策）对股指的影响	284
10.3 中期政策对股指的影响	288
10.4 长期政策对股指的影响	297
10.5 印花税调整的有效性分析	312
10.6 《人民日报》文章对市场影响的效果分析	321
10.7 结论和建议	330

第 11 章 结论与展望	333
11.1 研究的突出特色与理论贡献	333
11.2 政策建议	340
11.3 未来进一步研究的课题	348
参考文献	350
后记	367

1.1 问题的提出及选题意义

1.1.1 问题的提出

1. 中国资本市场的重要性

(1) 资本市场的功能

资本市场作为高度市场化的产物，在整个市场体系中起着举足轻重的作用。从理论上说，资本市场应该有以下四个方面的功能。

第一，资源配置功能。在现代市场经济中，资金是稀缺资源，其稀缺性要求资金被高效使用，而对资金高效率使用的追求使资金流向有竞争力的筹资者。资本市场的资源配置功能，就是通过市场机制引导资金有效地由低效益的产业和企业向高效益的产业和企业流动，实现资源优化配置并且提高配置效率，从而优化投资结构，优化产业结构和整个经济结构，最终促进实体经济的发展。这是资本市场最本原的功能，也是它的最终功能。

第二，投资功能。资本市场的建立和发展，使得投资者可以利用资本市场，在多种投资中进行选择，有效地改善了金融资产结构。资本市场提供了多样化的证券品种，扩大了公众金融投资的选择渠道，为公众和各类机构进行投资、分享经济增长成果提供了投资场所。通过资本市场竞争，使得资本流向、结构、资本要素配置和使用效益更加优化。

第三，融资功能。资本市场为资金使用者提供高效率的筹资场所，资金使用者由此成为证券的发行者与原始供给者。资本市场的融资功能或资本集中功能，使资金从拥有者向使用者流动，这方便了上市公司等融资者筹集长期和较大数量的资金来扩大再生产，促进了社会闲散资金的集中和向生产领域的转移、向生产资本的转化，促进了资本形成。资本市场积聚资本的能力、速度是其他市场所不能比拟的。

第四，资本资产定价功能。证券是资本的表现形式，证券本身并没有价格，它的价格实际上是它所代表的资本的价格。无论是从资本的角度，还是从投资者的角度，投资者购买并持有证券都是为了获得在一定风险条件下的预期收益。证券价格反映的就是未来收益和风险之间的一种依存关系，证券的价格是资本市场对企业运行和发展的动态评价，是对企业财务、研发、经营和竞争水平的一种综合评价，这种动态和综合评价使得证券价格具有不确定性、复杂性、波动性。这些特性引导着资本退出没有吸引力的产业或企业，进入某些有竞争力的产业或企业。

从证券供求的角度来看，这种流动是资本市场上证券供求双方共同作用的结果。资本市场上存在着证券需求者和供给者相互影响的关系，这种影响的结果是：不能产生高投资回报的资本，市场的需求就小，相应的证券价格就低；反之，证券的价格就高。因此，资本市场为发现证券的真实价格提供了条件，由此提供了资本的合理定价机制。

因此，没有成熟、完善的资本市场，就不会有现代市场经济。经济发展理论和发达国家的经济发展实践都证明：资本市场的发展水平和经济与金融市场化程度有着紧密的联系，随着整个社会资源逐步纳入到资本市场体系，资本市场对一个国家的经济、社会发展相应地就有着巨大的作用。

（2）中国资本市场的作用

二十年来中国资本市场经历了从无到有、从小到大，从分散到集中、从地区性市场到全国性市场的巨大转变，取得了令人瞩目的成绩，资本市场总体上保持了快速、持续、稳定的发展局面，现在已成为亚太地区乃至世界范围内最重要的市场之一。

取得巨大发展的中国资本市场作为中国经济从计划体制向市场体制转型过程中最为重要的成就之一，促进了经济和企业的进步和发展。资本市场正在稳步发挥它的资源配置功能，从而推动了优秀企业的不断发展壮大。从具体的数字中可以看出这个成绩。资本市场超常地发挥了它的融资功能，截至 2010 年年底，企业通过发行各类证券共筹集约 37 527 亿元资金，其融资额的增长速度在世界范围内都是名列前茅的。资本市场促进了企业和资产价值的重新发现，推动了中国经济体制和社会资源配置方式的变革，影响和引导了企业制度变革，促进了国有企业管理模式、经营模式的变革，为国有企业脱困做出了巨大的贡献，也在一定程度上促进了民营企业的发展。

上海证券交易所于 1990 年 11 月 26 日开始营业，深圳证券交易所于 1991 年 7 月 3 日开始营业。1991 年年底，上交所只有 8 只股票；深交所只有 6 只股票。截至 2010 年 12 月 31 日，境内上市一共 2 063 家，其中上交所 894 家，深交所 1 169 家；上交所市值已经达到 17.9 万亿元，深交所市值为 8.64 万亿元，相当

于 GDP 的 104.53%；上交所平均市盈率为 16.73，深交所平均市盈率为 39.77；中国资本市场开户人数已经达到 18 706.99 万户。上市公司日益成为中国经济体系的重要组成部分。随着市场经济体制的逐步建立，对市场化资源配置的需求日益增加，初具规模的中国资本市场在国民经济中发挥作用的范围日益广泛，程度日益提高，对提高社会资源配置效率起着越来越重要的作用。

2. 资本市场监管的必要性

(1) 资本市场的特性与政府监管

资本市场在整个经济体系中具有不可替代的作用，但本身具有区别于其他市场明显不同的特性，如交易对象的特殊性、主体的多样性、运行的风险性（包括证券产品的虚拟性、过度投机的可能性、市场操纵的可能性）、市场的脆弱性和影响的广泛性等特点。在这样一个极其复杂的多方参与、互动的博弈过程中，为保证在现代市场体系中有重要地位的资本市场的持续、健康、稳定的发展，降低系统风险，避免市场的剧烈波动等，由政府实施对资本市场监管是非常必要的。

(2) 资本市场失灵与政府监管

现代市场经济的实践证明，市场存在着许多引起资源配置低效率的市场失灵（market failure）问题，导致市场功能得不到有效发挥。因此，政府的管制是必需的。

资本市场作为整个市场的重要组成部分，不可避免地受“市场失灵”的困扰。而且市场失灵的表现更明显，比其他市场更加敏感、危害更大、影响程度较高，范围也相对更广。在经济领域中，市场失灵主要表现在：一是外部性问题。外部性包括正外部性和负外部性，对资本市场而言，两种外部性可能都存在。二是垄断。某些部门具有很强的由其技术决定的规模经济效益，同时其固定资本又具有很强的长期使用性和沉淀性，因而构成加入壁垒即自然垄断。资本市场在本质活动上是规模经济的，因此就会表现追求超大规模，摆脱管理的特征。三是信息不对称。信息不对称是指在竞争的市场中，消费者和生产者作为交易的双方，对其交易信息的了解是不完全和不对称的。资本市场信息的生产者和消费者之间也存在着不对称现象，这将导致市场主体在最大限度地增进自身效用时做出不利于他人的行为，即可能存在逆向选择、道德风险的问题。

正是由于市场上存在的垄断与操纵、市场的外部性、信息不对称和内部非经济、信息失灵等因素导致的市场失灵，因此，政府对资本市场进行合理的干预是正常和必要的。如果放任自流，就无法实现资本市场的公开、公平、公正和效率，无法保护投资者的合法权利，防范市场的系统风险。发达国家资本市场发展的历史经验表明，由于资本市场本身具有的不完全竞争或垄断、外部性、信息不对称和信息不完全，信息失灵较之其他市场更明显、更突出，也就更容易出现道

德风险、逆向选择和机会主义倾向，这些更严重的失灵需要政府更有效地监管，所以这些国家均通过制定若干法律法规，加强对资本市场的监管。

总之，证券市场中存在的自然垄断、外部性、公共产品以及市场竞争的不完全性，都可能导致证券市场偏离帕累托效率即市场失灵，导致政府有必要对证券机构和市场体系进行外部监管。

3. 资本市场监管的合理性

长期以来，资本市场监管的合理性一直是一个存在争议的话题。法经济学的一个重要传统认为，证券交易发生在老练的发行商和投资者之间，根本就不需要监管，市场机制就能促进整个市场的繁荣；资本市场监管的存在会起到破坏作用。

另一个传统认为资本市场监管存在合理性。根据他们的观点，一般性的法律和私人合同并不能够避免证券发起人欺骗投资者，因为破坏行为激励的存在使得证券发起人不会获得由诚实带来的长期利益，同时私人诉讼可能太过于昂贵而无法发挥作用。为了减少执法的成本和机会主义行为，引入资本市场监管是必要的。一些学者通过经验证据同样证明了证券监管通过强制性披露可以保护投资者，并且通过提供更多的真实信息有利于促进市场的发展。

4. 中国资本市场监管的必要性

(1) 中国资本市场监管的现状

改革开放以来，中国资本市场从无到有，从小到大，取得了令人瞩目的成就，在交易手段、市场规模和水平等方面实现了历史性的跨越。经过二十年的发展，中国资本市场为经济发展和国企脱困做出了很大贡献，成为了世界上有着重要地位的新兴市场之一。

自中国资本市场建立以来，有关方面就一直强调加强监管。中国资本市场监管在保证资本市场持续、稳定、健康发展方面起到了重要的作用。经过二十年的努力，随着中国资本市场的快速发展，监管部门在驾驭市场、管理市场方面获得了一定的经验，初步具备了对市场进行有效监管的能力，监管有效性逐步提高。这些主要表现在以下几个方面：对资本市场发展和运行的科学规律有了初步的认识；初步认识到监管制度应当符合市场规律的问题，考虑到如何通过符合市场的规律来加强监管的问题，逐渐认识到确立发挥市场机制的作用和加强保护投资者权益的监管新思路，强调把工作重心真正转移到加强市场监管上；明确提出“保护投资者利益，是证券监管机构工作的重中之重”这样的监管目标。这表明监管部门已经确立了比较科学的监管理念，并开始用新的思路指导对市场的监管。

2005年监管部门根据法律实践的需求，对1999年开始实施的《证券法》进行了修订，保证了比较完整的资本市场法律框架体系和集中统一的监管架构的形

成,标志着中国资本市场的监管已开始步入法制化的轨道,监管部门也开始拥有一定的执法权限。这些工作和成绩,对进一步明确证券监管部门的工作思路,提高监管能力,提高监管有效性,促进中国资本市场的稳定和持续发展,具有重要的意义。

二十年发展的巨大成就从一个侧面说明了中国资本市场监管工作所取得的初步成绩。实事求是地说,二十年来中国资本市场监管有效性有了初步的增强,除了前面所介绍的,中国资本市场取得的巨大的成绩,总体上保持了持续、稳定、健康的发展局面还体现在以下两个方面。

第一,市场规范化程度逐步提高。一是通过贯彻执行《证券法》和修改制订与《证券法》相配套的有关行政法规,使中国资本市场的法律法规体系建设得到了初步改善;二是通过强化上市公司的信息披露、要求上市公司建立规范的公司治理结构以及建立上市公司退出机制等举措,使上市公司的诚信水平有所提高,运作逐步规范。

第二,执法力度逐年加大,各种违法违规行为受到查处。仅2007年、2008年两年(即股权分置改革以后开始正规化的时期),共查处案件537起,移送公安机关案件及线索232件,做出行政处罚的88件,68家单位和445名个人受到处罚。2008年案件结案率比2007年提高了29%,罚没款执行率达77.9%。

(2) 中国资本市场监管的不足——缺乏有效性及其表现

中国资本市场尽管取得了巨大进步,但也仅仅是走过了发展的初级阶段,况且,中国的资本市场是在计划经济向市场经济体制转轨的基础上产生的,是政府强制性主动创造的制度安排,不是像西方发达国家那样由下而上自然产生的,因此,除了具有其他发展中国家和地区资本市场新兴加转轨的普遍特点,作为转轨经济中强制性制度变迁的产物,中国资本市场的基础还比较薄弱,资本市场的运作也不够规范。而且,尽管经历了二十年的发展和完善,中国资本市场的监管在有效性方面取得了一定的进步,但仍存在着有效性程度不高的问题,中国资本市场监管能力和水平与持续、稳定发展资本市场的要求还存在不小的差距。

目前,中国资本市场的监管还有很多的不足,监管有效性还不高,主要体现在以下几个方面。

第一,证券违法违规行为屡有发生。证券违法违规主体范围广泛,包括上市公司、上市公司大股东、上市公司高管、证券公司、基金公司、其他机构投资者、证券投资咨询机构与其他中介机构以及其他主体八个类别;违法行为多种多样,有法律明确禁止的内幕交易、操纵市场、虚假陈述、信息披露违规等行为,有非法证券活动所导致的非法经营违规现象。而且,各种违法行为之间的关联性和传导性非常强,一个案件往往包括几个违法行为。

第二,上市公司存在着诚信问题。上市公司是资本市场的基石,是资本市场

产品（股票等交易对象）的提供者，其产品质量决定了市场其他参与者的利益及市场的公平，他们的诚信程度决定了市场上交易对象的可信程度，这对市场的正常交易起着重要的作用。上市公司诚信是资本市场正常运行的基础，对市场持续、稳定、健康发展有着重要影响。但在中国，上市公司诚信问题由来已久，曾发生过大庆联谊、琼民源、红光实业、综艺股份、蓝田股份、东方锅炉、银广夏等上市公司财务报告舞弊案，极大损害了参与者的合法权益，给中国资本市场造成了严重的影响，严重制约了监管有效性的提高。

第三，市场跌多涨少，波动频繁。考察中国资本市场二十年的发展历史，市场下跌时间明显比上涨时间长，而且经常出现暴涨暴跌的怪现象及恶性循环。简言之，跌长涨短，暴涨暴跌，增加了监管的复杂性。

（3）中国资本市场监管缺乏有效性的原因

中国资本市场的监管缺乏有效性有着极其复杂的原因。考察中国资本市场的监管实践，对比和借鉴发达国家（尤其是美国）的监管经验，可以发现中国资本市场监管缺乏有效性的原因。

第一，资本市场监管理念还不够科学。任何活动都是在一定的理念指导下进行的。资本市场监管当然应该有科学的理念指导。监管理念是监管主体开展监管工作的指导思想，是所有监管活动的前提和基础。提高资本市场监管有效性，必须以正确的监管理念为前提。经过二十年的探索，中国资本市场监管的理念逐渐趋于明确。

监管是中国资本市场在规范中发展、在发展中规范的重要保障，如果没有监管就没有资本市场现在的成绩，所以说证券监管的成效还是较明显的。但是，也应该看到，中国资本市场还存在种种违规行为、市场经常大幅波动、投资者受到伤害等许多问题。这些问题和缺陷存在的原因很多，但其中重要的一点就是，中国的证券监管理念一直处于不确定之中。在资本市场发展的初期，证监会原主席周正庆曾明确指出：“进一步利用股票市场更好地为国有企业的改革和发展服务”（《中国证券监督管理委员会关于印发周正庆、陈耀先同志在“利用股票市场促进国有企业改革座谈会”上讲话的通知》）。由此可见，资本市场建立的初衷只是看重其融资功能，是为了国有企业改革和发展筹集资金，而忽略了其对资源的配置作用和投资功能。中国当时的监管理念是：证券监管更多偏向于为搞活国有大中型企业服务；证券发行监管以行政审批、额度控制为主要手段；证券监管是监管机构对市场的直接控制等。

因此，在监管活动及政策制定上存在着明显不足。稳定、健康的资本市场要求制度完善、行为透明，而且还要求市场参与主体有公平的地位。而中国资本市场成立之初的这种理念，使得国有企业获得优先的市场地位，其结果必然是无法公平地保护其他市场参与者的利益。而监管机构特殊的职责、行政审批、额度控