



张育军 主编

刘世安 胡汝银 副主编

上海证券交易所联合研究报告

2008



张育军 主编
刘世安 胡汝银 副主编

上海证券交易所联合研究报告

2008

图书在版编目(CIP)数据

上海证券交易所联合研究报告. 2008/张育军主编.
上海:上海人民出版社,2009
ISBN 978-7-208-08998-3
I. 上… II. 张… III. 资本市场-研究报告-世界-
2008 IV. F831.51
中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 208590 号

责任编辑 王舒娟

封面装帧 王小阳

上海证券交易所联合研究报告 2008

张育军 主编

刘世安 胡汝银 副主编

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

世纪出版集团发行中心发行

上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 720×1050 1/16 印张 27.75 插页 4 字数 535,000

2009 年 12 月第 1 版 2009 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-08998-3/F·1917

定价 68.00 元

总 序

当世界迈入 21 世纪的门槛时,还很少有人意识到全球资本市场将发生一场巨大的力量变迁,那就是中国资本市场的崛起。我于 2001 年 9 月到上海证券交易所担任理事长时,上证所股票市价总值仅 2.76 万亿元人民币,当年股票成交金额为 2.27 万亿元人民币,在 WFE 会员交易所中排在全球第十三位以后。9 年过去了,上海证券市场的规模与国际地位已经发生了翻天覆地的变化。截至 2009 年 9 月底,上证所股票市价总值已经达到 15.36 万亿元人民币,排名全球第六,亚太地区第二;1 至 9 月股票成交金额 25.54 万亿元人民币,排名全球第三,仅次于纳斯达克和纽约证券交易所。更重要的是,中国资本市场快速发展的动能远未枯竭,在全球资本市场体系中继续保持着快速上升的态势。

在中国资本市场的崛起进程中,上海证券交易所担当着非常重要的历史使命。我们的目标是要建设成为世界一流的交易所,成为全球资本市场的核心力量。要实现这一目标,上证所要在很多方面进一步提升自己的能力和影响。市场发展,研究先行。发展上证所的研究能力,建设一支在政治思想和业务素质上都具有一流水平的研究团队,就是其中一个重要的环节。

证券交易所的研究工作,是一种比较特殊的专业研究,担负着双重的责任。一方面,交易所的研究力量要为交易所各项业务的发展服务,在业务创新过程中发挥“研究先行”的作用,在领导决策过程中扮演“智囊团”的角色,在交易所各项新业务中承担“咨询师”的职责;另一方面,交易所的研究还要承担更大的社会责任,鉴于中国资本市场新兴加转轨的特殊性,各方参与者对证券市场研究成果有着巨大的需求,仅仅依靠科研院校和社会研究机构难以满足这种需求。交易所研究则具有独特的优势,理应成为市场发展战略的一个“规划者”、先进金融知识的一个“传播者”以及各种市场困惑的“解惑者”。

为了履行这两方面的责任,上证所对如何搞好研究进行了长期的探索,也曾有过曲折与疑惑,最终形成了上证所现行的研究组织架构。这一架构包含了以下三个组成部分:

第一个组成部分是交易所自身的研究队伍建设,这也是上证所研究的核心部分。通过长期的努力,上证所形成了一个以专职研究中心为主导、各业务部门研究力量为辅助的研究队伍,他们中既有离开学校不久的博士、硕士,也有正年富力强的证券市场资深研究人员,还有不少在学术界拥有很强影响力的知名专家。他们坚持选题要前瞻、方法要专业、思想要开放的研究风格,始终强调研究从实际中来、到实际中去,在国内证券市场研究中形成了自己鲜明的特色,十多年来成果累累,许多研究成果还成为上证所和中国证监会方针政策制定的重要依据,为上证所和中国资本市场的发展作出了很大贡献。

第二个组成部分是上证联合研究计划。为动员社会研究资源,整合市场研究力量形成研究合力,通过推广合作研究寻求市场发展共识,上证所于2000年建立了“上证联合研究计划”,支持金融科研院所与证券经营机构的研究力量进行合作,发挥各自优势,选取对中国资本市场发展具有重要意义的课题开展研究,获得了丰硕成果。截至2009年,“上证联合研究计划”已进行了20期,共开展联合研究课题188项,完成研究报告200余篇。

第三个组成部分是研究资源的国际合作。上证所始终以开放的模式推进研究工作,在公司治理、产品创新、市场发展等领域开展了大量国际研究合作,引进了成熟市场的先进经验,对国内市场发展起到了积极作用。2002年开始,上证所建立了“高级金融专家工作站”,吸引具有国际影响的高级金融专业人士到上证所开展3至6个月的访问研究,运用成熟市场最新的方法和技术,对关系到交易所创新与监管、证券市场发展与改革的重大问题进行深入研究,取得了显著成绩。迄今为止,已有8期24名海内外专家进入工作站工作,完成了近30份重要研究报告。

为更好地向社会展示上证所研究工作的各项成果,我们决定今后定期出版上证所研究报告文集。本次出版的《上海证券交易所研究中心研究报告》和《上海证券交易所联合研究报告》分别选取了2008—2009年间上证所研究中心、“上证联合研究计划”和“高级金融专家工作站”完成的部分优秀报告,汇编成四本报告文集。其中的多数报告在过去的两年里我已经分别读过。值此结集出版之际,重新捧起那一份份熟悉的报告,更让我感受到上证所研究团队这些年取得的长足进展。学无止境,研究无涯;跬步至千里,耕耘香满园。这四本报告文集的出版,如一面镜子,反映出上证所研究队伍的成长和成熟;亦如烟火绽放,迸射出学术的精彩与思想的光芒。

我希望,在今后的研究工作中,上证所研究团队的全体成员能继续发扬克难奋进、开拓创新的精神,坚持“专业、前瞻、开放”的研究风格,力争在更广阔的领域、更深

的层面上取得更多的研究成果,为中国资本市场的发展,为上证所世界一流交易所目标的实现,提供有力的智力支持。

在报告文集即将付梓之际,无以为赠,抚卷而作此文,以为序。

A handwritten signature in black ink, consisting of two characters, '耿亮' (Gao Qiang), written in a cursive style.

上海证券交易所理事长

2009年11月

目录

1	总序
1	资本市场发展与国资管理改革
56	新环境下上市公司并购重组创新研究
135	沪港上市公司信息披露制度的比较与分析
181	新会计准则对上市公司业绩的影响
245	红筹股回归 A 股市场研究
332	股指期货业务给证券公司带来的风险及外部监管
405	境内外大宗交易机制比较研究及对上证所的借鉴

资本市场发展与国资管理改革

国务院国有资产监督管理委员会企业改革局、
上海柏年律师事务所、上海证券交易所 联合课题组*

内容提要

国资管理改革是国民经济发展的核心,资本市场发展是经济发展的引擎,二者皆为构建中国和谐社会的坚实基础。

深化国有资产管理改革,不仅是发展壮大国有经济的需要,更是全面建设小康社会的内在要求。社会主义市场经济不能没有主体,不能没有主导力量;2007年10月,党的十七大报告强调,“坚持和完善公有制为主体、多种所有制经济共同发展的基本经济制度,毫不动摇地巩固和发展公有制经济”,“增强国有经济活力、控制力、影响力”。由此可见,公有制就是主体,国有经济就是主导力量。深化国有资产管理改革,事关我国国民经济发展的全局,是进一步巩固和发展公有制经济,发挥社会主义制度优越性的重要保证,对于促进我国经济社会和谐发展具有关键性作用。国有企业改革是国有资产管理的重中之重。深化国有企业公司制股份制改革,健全现代企业制度,优化国有经济布局 and 结构,是我国完善基本经济制度的重要内容。

我国资本市场经过20多年的发展,已经取得了举世瞩目的成就,正日益焕发出强大的生命力。市场基础设施不断改善,法律法规体系逐步健全,市场规范化程度进一步提高,已经成为社会主义市场经济体系的重要组成部分,为国有企业、金融市场改革和发展,优化资源配置,促进经济结构调整和经济发展,作出了重要贡献。特别在过去5年中,资本市场发生了很大变化。市场规模显著变化,市值大幅提高,市场结构得到优化,市场功能不断健全,市场配置资源能力明显提高。截至2007年9月底,中

* 课题负责人:刘东生、陈岱松、张卫东;课题研究员:贾小梁、杨海峰、毛元斌、张培德、高东伟、贺宇、史敏勇、魏华文、杨红波。

国股市市值已达到 25 万亿元,在世界上已位居第 4 位,与中国经济总量的世界排名位次相同,中国股市正呈现经济晴雨表的作用。大力发展资本市场是我国经济发展的重要战略任务。2005 年 10 月发布的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议》提出,“积极发展股票、债券等资本市场,加强基础性制度建设,建立多层次市场体系,完善市场功能,提高直接融资比重”。党的十七大报告也进一步强调,“优化资本市场结构,多渠道提高直接融资比重”。

回望 500 年世界大国兴起交替的过程,资本市场是一个有力的支撑。中国的资本市场以其优化资源配置的功能,将促进国有经济的结构调整和战略性改组,为国资管理改革和国有经济的发展提供更加广阔的舞台。随着社会主义市场经济的稳步健康发展,资本市场发展与国资管理改革之间的联系必将越来越紧密。资本市场的发展壮大,有利于国有企业改革,完善治理结构;有利于加强国有资产管理,实现国有资产保值增值;也有利于国有资本合理流动,优化国有经济布局。目前国有资产在我国资本市场中占到 70% 的比例,是市场中最重要主体,国资管理改革的深入也将极大拓展资本市场的广度和深度。

本文介绍了我国资本市场的发展、国有企业改革与国资管理体制改革的进展和走向;研究了资本市场与国资管理改革的良性互动关系;同时在借鉴国外经验的基础上,提出了借助我国资本市场发展,促进国有资产管理改革的思考和建议。

第一节 我国资本市场近年来的发展状况

一、我国资本市场的发展历程

(一) 资本市场发展的萌芽阶段(1981—1990 年)

这一时期,国债恢复发行,股票开始出现,我国资本市场开始萌芽。

1978 年后,随着宏观经济体制改革和金融体制改革的不断深入,中央政府面临着巨大的财政和建设资金短缺压力,企业也面临融资困境。于是,以 1981 年发行国库券为始端,国债发行开始恢复;与此同时,股份制企业和股票也开始在一些地区自发出现,并随着以城市为重点的经济体制改革和经济转轨的全面开展,逐步扩大到城市集体企业和国营企业;1985 年开始,金融债券和企业债券也应运而生。这一时期资本市场的结构特点是结构不均衡,发行量最大的是国债,股票的比重很低。随着国债和股票发

行规模的逐步扩大,持有者产生了转让变现的需求,私下转让一度很普遍,这种现实催生了一批证券兼营机构和早期的证券公司,流通市场初现:1988年,沈阳等7个城市经批准开办国库券转让市场,不久试点城市扩大到54个,到了1990年,全国国债转让市场全部放开;1986年,上海率先开办股票上市转让业务,随后,深圳也开始了股票转让。流通市场的尝试和探索对发行市场的扩展起到了积极的作用。

这一时期的中国资本市场尚处于尝试探索的萌芽阶段,具有较大的自发性和非正式性,市场规模还很小,而且流通市场的证券数量远小于发行数量,投资者的金融意识也比较薄弱。统一的市场监管体系尚未形成,基本上是依附于早已形成的以中国人民银行为中心的金融监管体系,是一种多头、分散的监管。此时,相关法律法规的建设也处于刚刚起步阶段,市场制度安排落后,大部分属于地方性规定,集中统一的制度性安排产生较晚,效力等级也不高。总体来说,由于意识形态上存在分歧,中国的资本市场处在要不要发展的探讨多于如何发展的阶段。

(二) 资本市场发展的探索阶段(1991—1999年)

这一时期,资本市场在结构、规模、管理体制、法制建设等方面都有了较大的发展,市场体系逐步形成,并在发展中逐步规范。

随着1990年12月和1991年4月沪深两地证券交易所的相继开业,分散的柜台交易逐步转向了有组织的、集中化的场内交易;在此前后,为解决法人股流通而设的全国证券交易自动报价系统(STAQ)和全国电子交易系统(NET)分别于1990年12月、1993年4月在北京开通运行;区域性的场外交易市场由点到面逐渐铺开。另外,自1988年第一家企业产权转让市场在武汉成立以来,省级和地市级产权交易所也在国内迅速发展。至此,中国资本市场基础架构雏形初现。

股票市场上,A股市场大扩容,在发行方式上也进行了许多探索和尝试,资本市场规模不断扩大,交易日益活跃;B股也开始登场,并在交易所上市交易,资本市场的国际化探索开始展开,但是从整体上看,B股市场的发展还是比较缓慢。沪、深两个证券交易所还对国债期货交易进行了尝试,银行间债券市场发展比较迅速,除了国库券,政策性金融债券也可以在其中交易。另外,基金的规模和数量也在迅速扩大。

1992年10月,全国性的监管部门国务院证券委和中国证券监督管理委员会(下称“中国证监会”)成立。之后,国家相继出台了一系列法规、条例,特别是1999年7月《中华人民共和国证券法》(下称《证券法》)的正式实施,使得我国资本市场进入了规范化、法制化的发展阶段。另外,一些具有相当规模和实力的证券公司以及会计师事务所、律师事务所和资产评估机构等中介机构的培育,对资本市场的发展也起到了积极的推动作用。

从1998年起,国家开始针对资本市场发展中出现的一些问题进行整顿和清理:一是理顺市场监管体制,建立了集中统一的证券管理体系;二是清理整顿场外证券交易场所,关闭了遍布全国的29个证券交易中心和41家非上市公司股权的场外证券交易场所;三是清理整顿证券经营机构,实行分业经营、分业管理;四是清理整顿投资基金;五是清理整顿期货市场。^①资本市场在发展中不断得到规范。

(三) 资本市场巩固、调整阶段(2000—2004年)

我国资本市场经过近20年的发展,取得了令人瞩目的成就,但由于体制存在缺陷,也暴露出了很多问题,例如市场规模偏小、结构性缺陷突出、发展不够规范、国际化程度较低等,严重阻碍了资本市场的发展,从2001年7月开始持续的熊市行情就是对这些问题的最直接反映。为此,国家相关政府部门和监管机构陆续出台了一系列规定和措施,以调整、稳定市场,激发市场活力,增强投资者的信心。特别是2004年2月国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(下称“国九条”),对我国资本市场的发展作出了全面规划,将大力发展资本市场上升到了战略高度。

股票市场上,以1999年10月开始的国有股减持为始端,开始了股市全流通的实践探索,后虽因引发股市暴跌而暂停,但探索却未止步。与此同时,对证券发行审核制度的改革也开始展开。从2001年3月开始,核准制框架下的“通道制”正式实施,2004年2月后,被“保荐人制”所取代。发行制度的改革从根本上促进了证券监管机构职能的转化,同时也有利于保证发行人的质量,为稳定资本市场奠定了基础。

债券市场上,2003年成为债券市场20多年发展历程的分水岭:债券的发行量取得了历史性的突破,市场规模继前两年继续扩大,市场功能也受到了前所未有的关注,发展债券市场还被写入党的十六届三中全会的决定之中。此外,中国债券市场也开始迈出创新和改革的步伐。

基金市场上,经过一年多的清理和规范,2000年6月以后的证券投资基金运作逐步纳入规范化发展轨道,基金业规模迅速扩展:2001年,开放式基金开始试点;2002年基金业规模又掀起新一轮扩容高潮;2004年6月实施的《中华人民共和国证券投资基金法》(下称《证券投资基金法》)是继《证券法》后对我国资本市场产生重要影响和深远意义的又一重要法律,从根本上奠定了证券投资基金行业发展的基础。

针对上市公司的治理和规范也成为这一时期监管部门的工作重心。2002年1月,中国证监会和国家经贸委发布了《上市公司治理准则》,针对我国上市公司治理方面存在的突出问题提出了一套兼具原则性与操作性的措施。之后,中国证监会又相

^① 石英华:《资本市场:热点与案例》,经济科学出版社2004年版,第5—6页。

继出台了一系列具有较强可操作性的规定,对上市公司发行证券以及发行之后运行的各个环节的信息披露、上市公司的资金往来和对外担保等问题都作出了具体规定,有效地规范了上市公司的行为。

此外,资本市场的对外开放开始向纵深推进。2002年12月,《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》正式实施,即QFII制度^①正式启动,中国资本市场步入国际化的轨道。

(四) 资本市场规范、加速发展阶段(2005年以来)

“国九条”出台后,国家将大力发展资本市场作为一项战略任务,着力解决股权分置改革、上市公司清欠和证券公司综合治理等困扰中国资本市场多年的历史遗留问题,并在2006年取得了实质性进展,从而从根本上改变了资本市场运行的基础。《公司法》和《证券法》在2005年进行了全面修订,鼓励市场创新,拓宽资金入市渠道,对不利于资本市场深化改革的限制性规定作了适当调整,从法律上保障资本市场的健康有序发展。同时,证券监管部门专门针对提高上市公司质量出台了一系列政策规定,在上市公司法人治理结构的完善等方面取得了显著成果,为资本市场继续深入发展夯实了基础。另外,一系列相关政策规定的出台,成为多层次资本市场体系构建的有力助推器,为不同规模、质量、盈利状况、风险程度的企业融资提供了广阔的平台。

在国民经济持续快速健康发展、市场资金流动性比较宽松的背景下,国家采取的各项决策和治理措施成效显著,资本市场开始全面复苏。从2006年起,股市告别了长达5年的漫漫“熊”途,市场交易日益活跃,总市值和流通市值跨越式上升,投资者队伍空前扩大,并一改过去以中小投资者主导的市场格局,以基金为代表的机构投资者在资本市场的地位显著提升,市场开始步入了良性发展轨道。

伴随着极度活跃的二级市场,一级市场的融资功能快速恢复。2006年,首次公开发行(initial public offerings, IPO)实现了全流通,并恢复了资金申购制度;中国工商银行、中国国航、中国建设银行、中国神华等大盘股成功登陆A股市场;开放式基金发行异常火爆,从整体上取得了突飞猛进式的发展。

与此同时,证券公司的综合治理工作也取得了实质性进展,从2004年8月全面部署和启动的证券公司综合治理工作,主要内容是采取措施化解和处置证券公司历史

^① QFII(Qualified Foreign Institutional Investors)即指合格的外国投资者制度,是一种有限度地引进外资、开放资本市场的过渡性的制度。其主要是管理层为了对外资的进入进行必要的限制和引导,使之与本国的经济发展和证券市场发展相适应,控制外来资本对本国经济独立性的影响,抑制境外投机性游资对本国经济的冲击,推动资本市场国际化,促进资本市场健康发展。http://news.xinhuanet.com/fortune/2002-02/06/content_269710.htm, 2007-10-21。

遗留的风险问题。该项治理工作中,通过强力督促整改和处置高风险公司,证券公司挪用客户交易结算资金、违规资产管理、挪用客户债券和股东占款、超比例持股等长期积累形成的巨大风险在全行业得以化解,流动性缺口问题全部解决,账外经营已全部清理或纳入账内反映。同时,证券监管部门配合国务院有关部门陆续起草、制定、修改了一批部门规章和规范性文件,保证了证券公司综合治理的顺利开展,证券公司风险处置的长效机制初步建立,从而使证券公司能够以全新的面貌适应资本市场未来的发展。

这一时期,资本市场开始步入“走出去”与“引进来”双向开放的阶段:在 QFII 整体发展态势良好的背景下,QDII 制度^①试点也顺利结束,由点及面,开始了实质性发展;2006 年 1 月,《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》的颁布,标志着我国资本市场开放开始形成 QDII 方式与外资战略投资方式并举的局面。

二、我国证券市场发生显著变化的主要因素

随着 2006 年 12 月底我国金融市场的全面对外开放,我国资本市场迎来了新的发展机遇期。截至 2007 年 9 月,中国股市市值已达到 25 万亿元,在世界上已位居第 4 位;目前中国经济总量也在世界上排名第 4 位,二者位次相同,中国股市正呈现经济“晴雨表”的作用。证券市场的回暖对于盘活金融市场、刺激国家经济循环发展具有重要意义。那么,我国证券市场何以能走出自 2001 年以来的大熊市,呈现出今日一片飘红的大牛市趋势?

(一) 宏观经济持续向好

我国经济持续、快速、平稳增长,企业整体效益稳步提高,对资金的需求量增大。2003—2006 年,我国国民经济保持了持续、快速发展的势头,国内生产总值(GDP)年平均增长 10.4%,各年均保持了两位数的增长。在此期间,我国的经济增速不仅大大超过了世界经济平均增长 4.9% 的水平,在世界各国(地区)中也是少有的较快增速;人均 GDP 继 2002 年突破 1 000 美元后,2006 年突破了 2 000 美元,达到 2 010 美元,比 2002 年翻了一番;工农业生产迅速发展,生产能力持续大幅提高,固定资产投资快

^① QDII(Qualified Domestic Institutional Investor),即合格的境内机构投资者。它是在一国境内设立,经该国有关部门批准从事境外证券市场的股票、债券等有价证券业务的证券投资基金。和 QFII 一样,它也是在货币没有实现完全可自由兑换、资本项目尚未开放的情况下,有限度地允许境内投资者投资境外证券市场的一项过渡性的制度安排。http://news.xinhuanet.com/fortune/2004-10/26/content_2140825.htm, 2007-10-21。

速增长,基础设施和基础产业得到明显加强,对外经济迅猛发展,对外开放水平不断提高;利用外资发展也比较快。2005年实际使用外商直接投资603亿美元,比2000年增长48.2%,平均每年增长8.2%,2003年到2005年,对外直接投资额(非金融部分)分别为29亿美元、55亿美元和69亿美元。^①

在出口、内需双优的大环境下,我国企业整体效益稳步提高,并开始寻求在产品结构升级、企业规模、产业市场拓展及产品附加值的提高等诸要素上大做文章。特别是我国企业在参与国际竞争过程中发现,在劳动力成本低廉的前提下,企业如能自如地增资扩股、重组或参与购并,开拓国际市场,提高产品质量,不仅易于形成品牌效应和规模效应,而且还将直接提高企业的竞争力和生存力,因此,企业急于从货币市场和资本市场筹集资金。

(二) 政策积极引导支持

现代市场经济是资本支持的创新型经济,企业必须通过产品与制度的创新达到科学发展、循环发展、滚雪球式发展,故足够的资本支持必不可少。在此过程中,政府必须提供科学的政策支持和完善的法律环境。根据我国政府与WTO达成的协议,从2007年3月开始我国金融市场全面开放,随之国外金融机构踊跃进驻中国,申请经营金融业务,带来了新的国际金融业务惯例和金融产品,其中既包括传统的储蓄信贷业务,又包括保险、期货、证券、金融衍生品等国际金融理论下的全新业务模式——“混业经营”模式的转变——以金融控股公司或金融企业集团的形式参与资本市场,对此我国政府必须从容应对,改革我国的货币市场和资本市场。随着我国经济的持续高涨,企业融资扩股、再创规模的困难加剧,民众可支配收入的急剧积聚也使寻求投资套利的社会压力加大。同时,国有企业股份制改革过程中也出现了一系列新问题,诸如企业明晰产权、经营监管分离、职工股权激励计划的实施等,这些都要求政府提供科学完善的资本货币市场和产权交易市场。

为有效化解商业银行改革、建立多层次资本市场、化解企业、民众投资融资工具与结构单一等系列矛盾,迅速解决经济发展过程中产生的资本融通问题,我国政府借鉴西方金融发达国家的做法,确立了金融现代化战略,设计了期限长短相接、特征各不相同的投融资工具,从政策上对上述问题的解决予以支持。自2004年底以来,我国政府综合运用税收杠杆、货币信贷政策、利率政策等,并出台相关法律法规,对股票市

^① 参见《中国—东盟自由贸易区各成员国的经济特征》,资料来自广西大学东南亚研究中心:<http://www.gxucseas.com/datashow.asp?id=29>; <http://www.stats.gov.cn/tjsj/>, http://www.stats.gov.cn/tjfx/ztfx/sqd/t20071011_402436593.htm, http://www.stats.gov.cn/tjfx/ztfx/sqd/t20071011_402436593.htm。

场进行了多组合的政策性调整,引进新的债券融资工具,完善债券交易机制,扩大银行间金融债券投资主体,完善投资基金制度,探索以股指期货为代表的金融衍生品市场,建立更严格的证券、金融监管规则,加强各监管机构之间的信息沟通和共享,基本确立了建立先进、发达的多层次资本市场的目标。2007年1月,中共中央政治局、国务院分别召开金融改革专门会议,最高领导层以乐观的态度发出明确信息,即在完善征信体制的基础上进一步完善金融市场,要全面深化金融改革,促进金融业持续健康安全发展;要大力推进金融创新,全面提高金融业竞争力和服务水平;要继续推进银行业改革和发展,完善多层次、多元化的银行业体系;要大力发展资本市场,扩大直接融资的规模和比重;要深化保险业改革,提高保险服务水平和风险防范能力;要完善金融调控机制,有效发挥金融调控的作用;要积极稳妥推进金融市场对外开放,保障国家金融安全;要推进金融监管能力建设,强化金融法治。^①

(三) 法律提供制度保障

2006年修订的《公司法》、《证券法》及新出台的《中华人民共和国物权法》(下称《物权法》)、《中华人民共和国企业破产法》(下称《企业破产法》)等相关法律规定的相互衔接和完善,优化了股市的制度环境。第一,拓展了股市创新和发展的空间。比如在上市公司回购股票、混业经营、证券公司对客户融资融券等方面予以解禁,这些前瞻性的法律规定将为股市的创新保驾护航;又如为国有企业资金合规入市提供法律支撑,为股市注入新的活力,鼓励优质企业上市融资,改善股市的资金结构,为股市的持续发展奠定基础。第二,充分确认并平等保护各类财产所有权,特别强调了对中小股东和中小投资者权益的保护,优化了股市的投资环境。比如不仅确认和细化了股东享有的投资收益权、知情权、股东大会召集权、提案权等各项股东权,还扩大了股东权益受到侵害时民事赔偿的适用,并通过司法救济机制切实保障股东的利益,从而强化了各类投资者的信心。第三,培育成熟完善的上市公司,夯实股市基石。证券发行上市保荐制度、上市审核制度的加强从源头上保证了上市公司的质量;控股股东、董事、监事、高管人员的诚信义务、预披露制度、公司内部治理、财务会计制度等制度规定则有利于规范上市公司的运作。第四,构建了多层次的有效监管体系,使得证券监管机关的行政监管职能得以加强,监管范围和手段、监管权力得以扩大;证券交易所对上市公司信息披露的监管,对会员的自律监管以及对交易的监控等自律监管得到重视并确立了基本的法律框架;证券公司、律师事务所、会计师事务所、资信评估机构

^① 参见《努力把金融改革发展推向新阶段》,资料来自人民网:<http://finance.people.com.cn/GB/1045/5319639.html>。

等中介机构的市场监管作用也予以明确。

美国著名法学家博登海默说：“在建设一个丰富而令人满意的文明社会的努力奋斗过程中，法律制度发挥着重要而不可缺少的作用。”^①当前，我国政府正为我国资本市场的发展持续提供法律与政策的双重支持。在金融国际化浪潮席卷全球，多数国家的金融机构和金融业务跨国发展，巨额国际资本通过国际金融中心按国际通行规则在全球范围内迅速运转的背景下，^②我国资本市场方兴正艾，这些都为我国国有企业特别是地方性、非垄断行业的中小型国有企业深化改革、改组、改制并快速建立多层次资本市场提供了历史性机遇。

（四）股权分置改革成功

随着新《公司法》、《证券法》的颁布施行和我国金融市场新一轮的深化改革和开放，拯救股票市场的诸类“组合拳”相继出台。一方面，银行降低存款利率、紧缩银根、减少货币供应和信贷；另一方面，由证监会、财政部、国资委等部门主导的上市公司股权分置改革（下称“股权分置改革”）于 2005 年正式启动，历时一年多基本顺利完成。所谓股权分置改革，是指在遵循公开、公平、公正原则的前提下，由 A 股市场相关股东在平等协商、诚信互谅、自主决策的基础上，通过配售或以一定方式、比例对流通股持有者的收益损失进行适当补偿，平衡非流通股股东和流通股股东之间的利益，消除 A 股市场股份转让制度性差异的过程。上市公司股权全流通，大大缓解了原非流通股股东（大股东）与原流通股股东（中小股东）之间完全不协调甚至对立的利益状态，为他们创建了一个坚实、平等的平台，切实保护了投资者特别是公众投资者的合法权益；逐渐恢复了被股权分置扭曲的资本市场定价机制，使得资源配置功能得到有效发挥，资本运营有了市场化的操作基础；公司股价能够对大股东、管理层形成有效的市场化激励和约束，公司治理建立在了共同的利益基础之上。股权分置改革这项完善市场基础制度和运行机制的改革，不仅解决了历史问题，也为资本市场其他各项改革和制度创新创造了条件，是中国资本市场持续成长的制度基础，有助于实现资本市场良性循环、健康发展的新局面，对我国证券市场的回暖及发展起到了直接的推动作用。

（五）上市公司质量提高

注入优质资产、鼓励优质企业利用资本市场做优做强、进一步提高上市公司规范运作水平等措施的实施，使得上市公司整体质量得到提高。

① 参见[美]E. 博登海默：《法理学：法律哲学与法律方法》，中国政法大学出版社 1999 年版，第 393 页。

② 参见贺小勇：《金融全球化趋势下金融监管的法律问题》，法律出版社 2002 年版，第 1 页。

首先,通过收购、兼并、资产置换等一系列的资产重组,或者上市公司的大股东向上市公司出售资产等途径,优质资产被注入上市公司。注入的资产质量较高、盈利能力较强、与上市公司业务关联比较密切,使得上市公司资产效益得以提高,经营状况得以改善。另外,通过资产重组,不良资产或被剥离,或被置换,上市公司就可以甩掉包袱,加快发展,增强市场竞争力。

其次,鼓励海外蓝筹股回归,鼓励国内优质企业加快改制上市步伐,通过资本市场做优做强。具体来说,一是不断发展国内机构投资者,积极稳妥地开放国内资本市场,支持已经在海外上市的大型国有企业有步骤地回归国内 A 股市场,对虽未在海外上市但符合国内 A 股市场上市条件的大型国有企业则鼓励其在 A 股市场上市。二是中国证监会和地方相关部门加强了组织领导和指导协调,对各地区的企业改制行为予以规范,加快优秀本土企业的上市步伐;推动具备条件的优质大型企业实现整体上市,而具有高成长性的中小企业在中小企业板发行上市。

再次,通过不断改善公司治理结构、健全内部控制制度、引入股权激励机制等措施,上市公司进一步提高规范运作水平。上市公司按照《公司法》和现代企业制度的要求,加强了股东大会、董事会、监事会、独立董事制度建设,形成各司其职、有效制衡、科学决策、协调运作的法人治理结构;定期对内部控制制度进行内部检查 and 自我评估,并结合外部审计进行核实评价,有效提高了风险防范能力。另外,被誉为“金手铐”的股权激励机制逐步在我国上市公司得到推广和实践,有效的股权激励制度把经营者和股东的利益捆绑在一起,经营者通过降低成本、扩大产出、提高效率等增强竞争力的手段切实提升上市公司的质量,实现上市公司的可持续发展。

(六) 监管工作日趋完善

中国证监会把信息披露监管视作对上市公司监管的中心环节,强化监管协作,切实提高了监管有效性。

首先,在不断完善信息披露规则的基础上,加强了对信息披露的日常监管。把上市公司及其高管人员、收购人及其他信息披露义务人、中介机构都纳入到监管的对象中,并明确了其各自的义务;强化了披露信息真实、准确、完整、及时、公平的要求;在增强信息披露有效性上下工夫,加大了对信息披露违法违规行为的查处力度,把处罚公司与处罚责任人相结合,建立了相关义务人违反信息披露规定的责任追究制度。

其次,建立了包括监管机构、自律机构、中介机构、社会监督等在内的多层次的监管网络系统。第一,在中国证监会内部,由有关机构负责相关政策的研究和制定以及日常监管工作的协调,并由证监会的派出机构负责辖区内相关政策的具体执行,使二者之间形成良性互动;第二,在充分发挥中国证监会及其派出机构主导作用的同时,