树科学监管观 现“财富效应”

□山东证监局 张慎峰

回顾前几年的市场状况，在基础制度相对欠缺的情况下，投资者信心不振，市场长期低迷，风险集中爆发。经过最近两年的艰苦努力，证券公司综合治理成效卓著，上市公司股改、清欠接近尾声，一系列法律法规陆续出台，新的发行、交易制度应运而生，如何适应监管工作新形势的挑战摆在我们面前。

山东证券市场也和全国一样，证券公司、期货公司的风险处置，上市公司股改、清欠和重组，都取得了明显成效，市场的基础进一步优化，发展的要求更加迫切。对监管部门来讲，以什么样的理念引领、指导今后的监管工作，这是我们很长一段时间一直在思考的问题。结合最近几年的实践与反思，我们得出了这样一个结论，就是要促进资本市场科学发展，必须树立科学监管观。

一、正确认识科学监管观的本质内涵

什么是科学监管观呢？在总结资本市场发展十几年来特别是最近几年监管工作的基础上，我们形成了一些粗浅的认识。科学监管观就是以科学发展观为指导，按照“以人为本”的要求，以保护好广大公众投资者的利益为最高目标，把科学发展观的要求贯彻落实于监管工作的每个方面、环节，旨在促进资本市场全面、长期、健康发展的监管理念。

首先，科学监管观的本质内涵是坚持“以人为本”，坚持以实现好、保护好广大公众投资者利益为最高目标。无论是国际证监组织的要求还是诸多成熟市场的经验都表明，任何证券市场都必须以保护好公众投资者利益为主要目标。但从国内对证券市场功能的宣传中，我们看到，绝大多数将为企业筹集资金、优化资源配置、调整产业结构、培植优势产业与骨干企业、分散公司和银行风险等等作为证券市场的主要功能，有的干脆只讲为企业融资一项功能，却很少讲到为广大人民群众提供稳定的投资渠道和可靠的投资产品，帮助老百姓实现财富增长的“财富效应”上来。正是这种对市场功能定位的偏差，才导致我们的市场出现了一系列的问题。实际上，股份制从其最原始动力来讲，是股东们为追求价值最大化的一种自觉自愿的投资制度，是追求财富功能的结果。如果离开这一点，任何市场无论短时间内筹资多么巨大，交易多么“红火”，其长远发展都是非常危险的。因此，实现投资者财富增长应当成为资本市场的首要功能。市场监管工作必须时刻坚持“以人为本”，以实现好、保护好广大公众投资者利益为根本目标。能否做到这一点是树立和坚持科学监管观的分水岭和试金石。

其次，通过改革建立完善的市场运作基础制度是实施科学监管的基本前提。没有规矩，不成方圆，几年的实践告诉我们，规矩不全，也难成方圆。从总体上讲，我们的证券市场是经济体制改革的先头部队，不可能在建立伊始就有完善的制度基础。但这从根本上并不能否定制度建设先导性的重要，恰恰如果忽视了这种制度建设的先导性，许多事业必然遭受重大的损失。我国资本市场正处在“新兴加转轨”阶段，一方面正在迅速实现新兴阶段的快速扩张，另一方面，在体制转轨过程中又受到诸多制度性因素的约束，基础性建设薄弱，市场约束机制、参与主体制衡机制、市场自我稳定调节机制等不配套，才产生了一系列的问题。几年的实践告诉我们，必须首先从股权分置改革、加强证券公司监管基础制度等入手，市场监管才能起到纲举目张的作用。可以说，没有完善的制度，就无所谓科学的监管。

第三，加强公司法人治理结构和内控制度建设是实施科学监管的突破口。市场监管作为一项复杂的系统工程，涉及各类市场主体、市场活动的各个方面和环节，从哪抓起？正反两方面的经验教训告诉我们，必须从健全公司法人治理结构和加强公司内控制度建设入手，才能产生牵一发而动全身的效果。从市场状况来看，凡是公司发展健康规范的，都有一个共同点，就是都具备良好的法人治理结构；而凡是较差的公司也都有一个共同点，就是都缺少一个完善的治理结构。另一方面，相对于外部监管来讲，健全的公司治理结构和内控机制既是规范发展的内因，也是外部监管持续、有效发挥作用的基础。因此，抓公司发行、交易、信息披露、违规查处等监管的各个环节，一定要从基础抓起，也就是从公司治理结构和内控制度抓起。

第四，坚持三公原则、严格执法是坚持和树立科学监管观的核心。依法行政、有法必依、执法必严、违法必究，才能切实维护监管的严肃性、威慑力和公信力。辖区公司风险积聚的原因之一就是监管失之过宽、失之过松，该惩处的未及时依法惩处，对危害市场的违法违规行为没有形成有效震慑，最终有些公司走上了灭亡之路。从这个意义上讲，对公司违规早警示、早处置，实际上是一种爱护。相反，如果放弃了关键时刻法律法规的制裁，则必然使风险无限放大，局部风险扩散为系统性风险。因此，坚持和树立科学监管观，必须做到严格依法行政，善于运用法律武器，对违法违规行为敢于和严于监管，对违规主体保持足够的监管压力，才能有效维护市场的稳定健康发展。

第五，提高信息的真实性和风险的可控性是实现科学监管的中心环节。“心中有数”，方能有的放矢，否则就如同盲人骑瞎马。只有保证监管信息真实完整，各项监管措施才能发挥作用。几年前监管部门就提出对监管对象要“说得清、管得住”。“说得清”是最基本的前提，监管部门必须通过各种现场检查和非现场检查的方式，及时、全面地掌握各类信息，持续核实、求证、督导与促进监管信息的真实性，并在此基础上加强对市场风险的量化监控和预警机制建设，针对不同类型的市场主体，设定相应的风险管理要求和执行标准，强化公司内部的风险管理配套制度建设，确保市场主体在风险可测、可控、可承受的范围内规范发展业务，也就是能“管得住”。防止出现风险失察、失控的状况，这是坚持科学监管观对实际工作的最基本要求。

第六，完善的综合监管体系是科学监管的有效保障。资本市场作为社会主义市场经济体系中的一个组成部分，它的发展、改革要始终依赖和服从于国民经济发展与改革的整体进程。同时，资本市场作为虚拟经济的一部分，是一个公开透明程度最高、问题传导最快、最广的市场，一旦出现风险，往往其波及面和社会影响较大，问题处理非常敏感复杂，需要采取综合治理措施，也需要各方的共同努力。从我省来看，无论是证券、期货公司风险处置，还是上市公司股改、清欠、重组等，也都离不开省市各级政府的支持，否则就寸步难行。因此，决不能关起门来搞监管，必须勇于和善于与各个方面加强沟通，加强协调，追求监管效率的最大化。科学的监管必然是环境友好型的监管。

最后，市场的全面、长期、健康发展既是科学监管观的追求目标，也是科学监管得以全面实现的重要标志。它包含着市场主体质量的全面提高和市场功能的持续发挥等内容。市场主体质量的全面提高，依赖于科学的监管理念、完善的基础制度、优良的公司治理结构等。市场功能的有效发挥，首先应是明显的财富效应、公司治理水平的显著提高和对实体经济显著的促进作用等等，但离开了“以人为本”、以保护好公众投资者利益为根本要求的科学监管理念，就不会有市场主体质量的提高和市场功能的有效发挥，资本市场的全面长期健康发展就是一句空话。

二、以科学监管促进市场科学发展

2004年初，国务院发布《推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，对我国资本市场今后一个时期的改革发展做出了全面部署。山东证监局在实际工作中，以科学发展观为指导，以科学监管观引领辖区监管工作。从2004年以来这几年，监管思路越来越清晰，逐步明确了“化解证券机构风险为第一要务、股权分置改革须全力推进、上市公司清欠应贴身督导、绩差公司重组要规范指引、期货监管‘三抓一提高’（抓两金、抓高管、抓重组，提高监管水平）要全面落实，稽查工作要上台阶”的工作思路，监管工作越做越细、越做越实，各项任务都取得了明显成效，同时下一步还需要继续推进实施。

（一）继续深化综合治理措施，确保全辖区证券机构健康规范发展。按照证监会关于证券公司综合治理“化解原风险、建立新机制、有效防范新风险”的目标要求，我们确立了“抓法人、抓高管、抓风险、抓规范”的监管思路，在化解天同证券风险的同时，全力加强对齐鲁证券公司和异地券商驻鲁营业部的监管。经过持续督导，齐鲁证券全面完成了对二十多项历史遗留问题的甄改，通过了规范类券商资格评审，为后续规范发展奠定了重要基础。督促原华夏证券公司等近10家辖区营业部彻底解决风险问题，严查新的违规业务，对辖区投资者利益实施有效保护。目前，辖区证券公司综合治理工作已进入收尾阶段，下一步将继续抓好各项后续工作，全面实现为辖区市场持续健康发展奠定坚实基础。

（二）积极创新证券咨询机构监管，净化市场秩序。为切实保护投资者利益，我们严抓辖区投资咨询公司的规范工作。今年初与省广电局、新闻出版局、公安厅、工商局联合发文部署，在全国率先建立了多部门协作监管机制，形成监管合力，净化媒体宣传，打击市场“黑嘴”。近期，我局与省广电局再次联合发文，进一步规范证券投资咨询机构和广播电视证券节目，及时制止和打击违规业务，收效明显。今后，我们将继续发挥多部门协作监管机制，严打欺诈行为，为投资者提供一个放心的证券咨询市场。

（三）加大账户实名制落实力度，严查“拖拉机账户”，打击市场操纵行为。证券交易实名制是国际惯例，但我国证券账户实名制远未到位，“拖拉机账户”长期大量存在，为“对敲、做庄、老鼠仓”等违法违规行为提供了便利，成为非法操纵股市的重要手段。近几年虽然对此类不规范账户进行过清理，但很不彻底。今年证监会再次重申了证券账户实名制要求，这是增加股票交易真实性和透明度，提高市场操纵成本，规范市场秩序，保护中小投资者利益的有力措施，我们必须扎扎实实、毫不松懈地推动实施。

（四）严厉查处非法发行股票，防止投资者上当受骗。今年以来，我局针对以“原始股”、“海外上市”为诱饵欺骗投资者的活动有所抬头的现象，切实加大“打非”工作力度，联合有关部门和市地政府严厉查处非法发行股票和证券非法交易，同时通过新闻报道、召开座谈会、在媒体发布警示公告等方式，提醒公众投资者增强自我保护意识，收到了良好效果。“打非”是全面履行监管职责、保护投资者利益的一项重要工作，今后只会抓得更紧，丝毫不能有所放松。

（五）继续落实期货监管“三抓一推动”工作。近年来，我们结合辖区期货市场实际，在期货监管理念和工作思路等方面进行了积极探索，确定了抓保证金和资本金安全、抓高管人员规范、抓公司优化重组、推动辖区市场发展的工作思路，实施监管手段创新，自主研究开发期货交易结算审核系统，为强化监管、化解风险奠定了基础。下一步，我们�big将以防范和化解风险为核心，进一步加大对客户保证金和公司资本金的安全性监管，努力维护期货投资者利益。同时，抓住金融期货即将推出的历史机遇，积极推动期货公司优化重组，推动市场规范发展。

（六）加快股权和清欠的收尾工作，继续大力推动上市公司资产重组和优质企业上市，全面提高上市公司质量。股权分置改革是解决各类公司股东“同床异梦”的有效手段，我们决心让每一家公司都尽快塑造起这一共同的利益基础。目前，山东辖区股改公司和市值都已完成90%，力争近期全面完成。山东作为大股东占款的重灾区，我们经过三年奋战，已经从2003年的最高近50亿元清理到目前的3亿元，余额也将于近期全面解决，山东辖区解决上市公司问题的集中攻坚阶段即将结束，上市公司监管逐渐进入一个常规良性监管阶段。让优势企业尽快上市，让优质资产更多地进入上市公司，这是真正实现好、保护好投资者利益的必然要求。并购重组是优质资产进入上市公司、提高公司质量的关键途径。最近三年，我们努力督促协调有关方面对十几家上市公司进行了实质性资产重组。今后我们将进一步研究全流通条件下上市公司资产的退出和流动机制，加强与地方政府和有关方面的沟通协调，推动更多的优质企业多层次、多渠道上市，引导更多的优质资产通过并购重组进入上市公司，促进上市公司结构的改善和资产的持续优化，实现上市公司资产质量的全面提高。

（七）积极研究把握后股改时代特点，强化和改进以信息披露为核心的上市公司监管，严查内幕交易。在全流通的市场环境下，从资本市场运行规则到市场主体的利益诉求都在发生深刻变化。一方面，有利于资本市场健康发展的新机制逐步形成，市场出现积极变化。另一方面，新的复杂形势使监管理念、内容、手段等都面临挑战。比如，公司治理的突出问题可能由一股独大向内部人控制转变；由于利益越来越与二级市场直接关联，以公司高管和大股东为主的内幕交易可能增多，但查处难度更大；在推动股权激励、建立长期激励机制的同时，管理层利用信息优势压低股权价格、导致上市公司资产流失等侵害投资者权益的问题可能更多发生。诸多新情况、新问题，都会在全流通后接踵而至，成为监管部门必须积极应对的重大课题。为此，我们必须切实强化信息披露监管，增加对涉及二级市场股价波动的信息披露内容和频率，建立完善以市场为中心的快速反应机制，加大对虚假信息披露的处罚力度，严查内幕交易，维护市场公平。

（八）大力开展形式多样的市场主体教育，增强投资者风险意识和自我保护能力。证券市场是一个对信息公开透明和规范运作要求很高的前沿市场。由于我国证券市场发展时间不长，相关的法规制度正处于持续建设阶段，新情况、新问题不断出现。因此，必须在严格执法、不断强化硬约束机制的同时，从公司改制、发行上市到日常监管各个环节，对上市公司、证券期货经营机构、各类投资者等市场主体进行普遍、持续的知法守法和规范运作的教育，以市场教育促进市场监管效能的更好发挥。同时，要通过持续的投资者教育，普及证券投资知识，宣传证券法律法规，充分揭示市场风险，从而帮助投资者对市场知识和运作规律具备必要的认识和把握，树立正确投资理念，增强风险意识和自我保护能力，自我辨别和抵制各种违法违规行为，采取有效措施依法维护自身合法权益，促进和谐市场与和谐社会的建设。

（九）以科学监管观为指导，加强队伍建设，努力实现市场的科学发展。一流的队伍才能建设一流的市场。作为一线监管者，我们相信，只要牢固树立科学监管的理念，全面提高自身素质，坚持三公原则，全面加强高质量建设和监管责任制的落实，将依法监管的理念和制度严格落实到每个部门，每个岗位，每个工作环节，辖区市场就一定能够规范健康地发展，市场功能的发挥就会越来越充分，对实体经济的促进作用就会越来越明显，公众投资者分享经济成果的“财富效应”就会越来越显著。

并购重组风起云涌 IPO再融资紧锣密鼓

山东资本市场制度性变革效应彰显

□本报记者 朱剑平 刘海民

作为经济大省，山东在资本市场一直占据着重要地位。经过一年多来的努力，山东公司借股改之机并购重组风起云涌，辖区内众多资产质量较差的公司发生了根本性改变。许多公司将股改重组与清欠相结合，至今，山东辖区公司大股东占款从2003年的最高近50亿元清理到目前的3亿元。

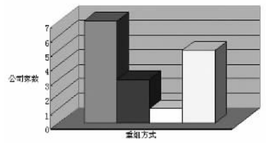
在解决上市公司问题的集中攻坚阶段即将结束之时，日照港、德棉股份等山东新股的上市，又点燃了山东众多企业首发上市的热情，已上市公司的再融资也紧锣密鼓……探寻山东资本市场近期重大变化轨迹，记者发现，山东在近人全流通时代的过程中，制度性变革的效应已经得到明显体现。

并购重组潮涌

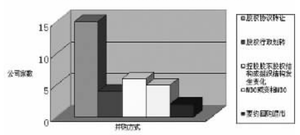
实际上，山东上市公司的并购重组一直没有停止过。前几年，山东省的ST公司一直在试图通过重组获得新生，不过由于种种原因，大多以失败告终。而近几年山东经济发展迅速，许多公司希望上市，即由于种种原因一直徘徊在资本市场大门之外。2005年，中国证监会明确置入优质资产可以作为股改对价等政策后，对山东的并购重组起到了积极的推动作用。2005年至今，山东的并购重组明显增多，近期的兵器工业集团重组SST轻骑、金岭铁矿重组*ST华陶、园城集团重组*ST烟发、潍柴重组S*ST巨力等等，都得到了市场的认同。

据统计，从2000年至今，山东辖区共有31家上市公司发生（或正在进行）34起并购行为。从2004年开始，监管部门即曾促协调有关方面对辖区十几家上市公司进行实质性的资产重组，从2000年至今，山东辖区发生（或正在进行）的重大资产重组行为共有15起，涉及12家上市公司。

上市公司资产重组方式分析柱形图



上市公司并购情况分析柱形图



上市公司并购重组前后指标如下：

	重组前一年	重组当年	变化情况(%)
净资产(万元)	1112004.60	1332328.49	19.81
主营业务收入(万元)	1587342.11	2639154.79	66.26
净利润(万元)	61605.98	106411.67	72.73
净资产收益率(%)	5.54	7.99	44.17

大股东占款骤减

山东上市公司的并购重组使其资产质量和盈利能力发生了根本改善，而在上市公司资产质量提高的同时，也为解决大股东占款和违规担保提供了机遇。

部分被并购重组的上市公司之前存在较多的大股东资金占用和违规担保，由于原大股东无力偿还欠款或解除担保，这些问题久拖不决，严重影响了上市公司的规范发展。山东证监局积极推动督导相关公司利用重组解决大股东资金占用、违规担保和其他遗留问题。6家公司通过并购重组解决了3.33亿元的资金占用，解除了为大股东提供的担保2.38亿元，另有一家公司也拟借重组和股改完成近亿元的清欠任务。

据了解，山东辖区上市公司大股东占款已从2003年的最高近50亿元清理到目前的3亿元。尤其在2006年清欠工作进入攻坚阶段后，在10个多月的时间内就清理大股东占款10.99亿元，问题公司由16家下降至3家。如香江控股、江泉实业2005年年报披露了大股东及关联方共占用上市公司资金5000多万元后，监管部门立即采取严厉监管措施，两公司在一周内就用现金全部偿还了占用资金；新华制药6月底通过实施现金分红，大股东新华医药集团以红利抵偿非经营性占用950.7万元。济南市政府、淄博市政府或利用财政资金，或通过土地以资抵债，解决了所属公司存在的3亿多元欠款占款；鲁北化工大股东用现金偿还占款3263万元，通过实施清欠与股改相结合，以股抵债彻底解决剩余的1.5亿元占款等等。据了解，目前山东剩余3家公司的清欠方案均已确定，近期将全面解决。

山东清欠工作如此迅速，与当地各级政府部门支持密不可分。山东辖区69%被占用公司的国有控股或参股公司。“集行政管理者和国有股东于一身的地方政府的积极支持，是更好地协调有关部门，加大外部注入资源的力度，使资金占用问题得到迅速、彻底解决的重要因素。”有关人士在总结清欠经验中这样说。

融资再融资活跃

山东IPO重启后，已有日照港、德棉股份与青岛软控3家公司陆续登陆A股市场，太阳纸业等公司的股票近期即将发行。另有东方海洋、鲁阳股份已经证监会发行审核委员会审核通过待发行。

山东丰富的后备资源也得到了境内外众多交易所的重视。据统计，截至2006年10月中旬，山东辖区（不含青岛）共有拟上市公司45家。根据可以收集到的其中37家拟上市公司的财务数据，37家拟上市公司2004年的平均净资产收益率为19.90%，高于沪深主板市场上市公司9%的收益水平；在每股收益方面，37家拟上市公司2004年的每股收益为0.43元，与40家中小企业板上市公司2004年0.47元的水平相当。

与此同时，山东上市公司的再融资也紧锣密鼓，鲁西化工、南山实业、博汇纸业等公司纷纷采取定向增发或公开募集的方式，做大做强主业。目前山东辖区（不含青岛市）至少有15家公司有再融资意向，其中以非公开发行居多。许多公司拟向大股东定向增发，置入大股东资产，以期提高上市公司的核心竞争力，同时减少上市公司与大股东的关联交易。

启动整体上市根治大股东占款

上海证券交易所副总经理 周勤业

现在已经基本完成了股改，接下来要解决的就是部分上市问题。所谓“部分上市问题”，也是历史遗留下来的，其所指的是，当初国有企业上市时，其母公司将一部分优质资产打包上市。这一安排造成了一个很不好的现象：大股东占有上市公司资金。今年我们一直在做清欠工作，要彻底解决大股东占款这个问题，整体上市是一个很好的选择。

大股东整体上市后，就不会再存在侵占或者挪用上市公司资金的情况。以国有控股上市公司为例，整体上市后，上市公司原有的母公司将不再存在，本来是国有上市公司“爷爷”的国资委，将直接成为上市公司的大股东。这时，大股东占款的源头，将会被堵住。非国有上市公司的情况也一样。

股权分置是证券市场发展的一大毒瘤，所以我们讲，部分上市问题是股改后必须解决的又一大问题。

从数据上也可以说明整体上市的必要性。首先，现有上市公司不优不强，2005年沪深两市1382家上市公司，平均每家的总资产为54亿元，每股收益0.222元，净资产仅为15亿元，净资产收益率只有8.33%，净利润亦仅有1.3亿元。

其次，市场已经进入“强者恒强、弱者恒弱”的时代，2005年纳入上证50指数的公司，仅占沪市上市公司总数的6%，其股票成交额却占了沪市总成交额的49%，利润占比则更是高达74%。中行、工行上市后，这一现象更为明显。香港恒生指数的情况也一样。

我们还可以以鞍钢集团通过定向增发实现整体上市，以及上港集团通过换股合并完成整体上市为例，来说明整体上市对上市公司的好处。比如鞍钢集团整体上市后，不仅增强了大股东在支付股改对价后的控股权（持股比例由38.2%变为69.1%），还能实现大股东原有资产（价值196.9亿元）的证券化。同时，由于不存在向流通市场增发、配股的行为，不会被冠上“圈钱”的帽子，成功率较高。

因此，无论是解决大股东占款的迫切性，还是出于增加大股东控制权以图反收购的考虑，整体上市，都是上市公司做优做强的一个良好选择。

三板市场公司明年有望成功转板

中国证券业协会副秘书长 邓映翎

明年大家将会看到，有几家在中关村代办股份转让系统挂牌的公司，转到深圳中小企业板上市。

代办股份转让市场，业内俗称“三板市场”。2006年1月16日，经中国证监会批准，中国证券业协会发布了《证券公司代办股份转让系统中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让试点办法》及相应配套规则，代办股份报价转让业务正式开始运作。7天后，北京世纪瑞尔技术股份有限公司作为首家园区公司在代办系统挂牌。

目前，仅有8家园区公司在中关村代办股份转让市场挂牌，累计成交金额也只有4000万元，“挂牌慢”和“成交清淡”是必须改进的两大发展难题。其中，挂牌慢的主要原因是：代办系统只有资本退出功能，缺少融资功能，企业缺少积极性。而成交清淡，则是由于每笔交易最低买卖3万股，买入者一般为机构或大户。这些买入者大都只买进没卖出，而创业者所能买出的股份相对有限。同时，股份转让系统交易仍停留在原始的人工报单模式，只有交易双方报出的交易股份份额、数量完全一致，才可成交。

改进上述不足之处的方式是：第一，增加这一市场的融资功能。在三板市场挂牌的中科软和北京时代，已经发布了定向增资公告；两家公司募集资金总额，预计将超过1亿元。第二，将手工报单方式改为电子化交易，成交方式改为按最低报价和数量成交。第三，适度降低主办券商的尽职调查标准，吸引更多的公司来三板挂牌。第四，将每笔交易股份数由最低3万股改为1万股，提高流通性。

为此，证监会专门成立了一个发行监管二部，主管代办股份转让市场。发行监管二部已经在研究“转板快速通道”的问题。所谓“转板快速通道”，是一个让中关村代办股份转让市场挂牌的公司转到深圳中小企业板甚至主板市场的一个平台。代办股份转让市场是为非上市公司服务的，建立“转板快速通道”，是建立多层次资本市场的实际需要。

此外，国家“十一五”规划里面明确提出，中关村的企业，在代办股份转让市场做股份交易试点，试点成功后，将扩大推广范围，目的是在全国建立一个非上市公司的股权转让平台。

有业内分析人士指出，代办股权转让市场的蓬勃发展，将改变目前全国200多家产权交易机构通过多种方式进行非上市公司产权转让的格局。由券商主办的代办股权转让，具有更好的价值发现功能，可以让有股权转让意向的非上市公司实现溢价发行，这与各种产权交易所、产权交易机构所进行的按股权净资产价格转让具有很大不同。

三要素构筑上市公司治理体系

银河证券首席经济学家 左晓蕾

内部治理、监管和社会监督构成了上市公司治理的三要素。完善的公司治理结构，首先要确立股东利益最大化的公司治理目标，同时建立相应的制度，保证管理层尽最大努力达到这些目标。就上市公司自身而言，公司治理的重点涵盖了“确立独立法人地位、提升公众公司的意识、强化股东观念”三个层面。而落实外部监管的关键，在于“制定规则、执行规则、惩罚不守规则的人和事”，制度重在执行，要真正建立起董事会、管理层和投资者之间的约束机制，增强信息披露和透明度。

提升上市公司治理还有赖于有效的社会监督。这主要包括媒体监督、建立健全集团诉讼机制、中介公司的诚信文化建设等方面，而西方发达市场的经验值得借鉴。她以安然事件为例指出，正是由于上述机制的存在，因此虽然美国证券市场也不断出问题，但每有重大事件发生，美国监管部门就会在把罪犯绳之以法的同时，从法律和制度上进一步健全，用最有效的方法防范再发生同样的事件。

将上市公司发展纳入区域经济发展规划

齐鲁证券总裁 孙国茂

将山东上市公司发展纳入山东省经济发展规划，调整上市公司产业结构，可以促进全省绿色GDP的实现。

目前，山东上市公司年营业收入已经占到了全省GDP的13%，对区域经济的贡献不可谓不大。但是，迄今为止，山东尚未将上市公司纳入全省经济发展规划中。因此，山东应由省政府牵头成立专门的资本市场发展领导小组，来规划、指导山东上市公司的发展。

机构投资者缺乏导致定价权旁落

长盛基金投资总监 闵芝

“为什么在近期工商银行、招商银行等大盘股的发行中，H股定价总比A股要高？”这应该引起我们的注意。

扣除7%至8%左右汇率因素的影响，价格差距仍然存在，这只能理解为内地机构投资者还相对比较缺乏，直接导致了定价权的丧失。

工商银行规模大，而招商银行质量较好，但对内地基金来说，则是两个冲突的投资品种。也就是说，由于规模限制，买了工商银行后，就必须考虑少买些招商银行。而对于海外同行来说，这是两个完全不同的股票，一个是大股票，一个是小股票，投资类型完全不同。对内地机构投资者来讲，这意味着还有很长的路要走。

从英国、美国、日本等国的投资实践来看，机构投资者大规模的进入股票市场，都伴随着估值水平提高。自1978年来，美国寿险公司和共同基金股票投资规模的壮大使得市场整体估值水平从1980年的6倍左右，提高到20世纪末的20倍左右。而我国自2002年起相继批准社保基金、各类的境外投资人和保险公司进入A股市场以来，机构投资者队伍在质、量上都有了飞跃。机构投资者的投资期限较长，更加着眼于未来，有利于建立和保持与上市公司长效沟通机制，能更好发现价值甚至是参与创造企业价值。

资本经营助力企业“超常”发展

上海证券交易所研究中心主任 胡汝银

在全流通时代，如果将资本经营做好，公司可实现快速甚至是“超常”发展。

第一，良好的资本经营，可为公司创造更大的运作与发展平台、更强的竞争优势和创值能力。

第二，促进公司更快速地成长，包括实现“超常”发展。

第三，实现规模经济，提高议价能力，降低成本。

第四，产生协同效应。

第五，加快整合速度。

根据标准普尔的报告，中国目前是亚太地区继日本和澳大利亚之后第三大并购市场。中国企业与世界一流企业的差距，首先是质的差距。未来的竞争不仅是规模竞争，更是经营技术和核心能力的较量。在资本经营方面，中国企业必须加紧提升企业内功，实现量和质的双重超越，双重飞跃，实现高质量的成长，抢占市场竞争制高点。

对于公司进行资本运作的风险管理来说，企业追求商业利益必须承担相应的风险，有效的风险管理是企业取得成功的必要手段。

全流通时代上市公司面临全新利益格局

天相投资顾问有限公司董事长 林义相

虽然在全流通条件下，大股东更加关心股票价格，提升股价成为其实现利益的主要途径，但由于在控制权争夺、业绩考核等方面利益不同，大股东、中小股东、管理层间博弈和利益平衡仍不可避免，后股改时代的上市公司也将呈现全新的利益格局。

股改后，股东间的关系将发生重要变化。

一方面，小股东在市场上的抛售行为将使大股东遭受重大损失；另一方面，一股独大的状况并没有改变。这使得双方之间的关系更加微妙。在实践中，利益冲突主要体现在经营战略与经营理念的差异、包括股权与管理层任命权在内的控制权的争夺、涉及同业竞争、关联交易等经营活动的利益冲突等三个方面。为规避这些冲突给上市公司带来的影响，需要进一步改善证券市场监管，推进包括独立董事制度、累计投票制在内的制度改革，加强信息披露和关联交易监管，最大限度的消除同业竞争和加快“清欠进程”，以消除公司治理的不利因素。

从我国上市公司的实际情况来看，公司管理层的利益与股东利益也是有差别的。这主要体现在，利润最大化与利益输送、业绩考核与管理层薪酬、正常治理结构与国有行政体制等方面的矛盾。为此，需要推进股权激励等措施的实施，把上市公司董事会和管理层的利益内化在上市公司中，实现其与股东利益的一致，促使经营管理层真正从股东的利益出发来制订和实施公司的发展战略。

本版嘉宾发言由本报记者岳敬飞、徐玉海整理

本版摄影岳敬飞、徐玉海