

# Document

# 中国资本市场发展报告(摘要)

20世纪70年代末期以来的中国经济改革大潮,推动了资本市场在中国境内的萌生和发展。在过去的十多年间,中国资本市场从无到有,从小到大,从区域到全国,得到了迅速的发展,在很多方面走过了一些成熟市场几十年甚至上百年的道路。尽管经历了各种坎坷,但是,中国经济的规模不断壮大,制度不断完善,证券期货经营机构和投资者不断成熟,逐步成长为一个在法律制度、交易规则、监管体系等各方面与国际普遍公认原则基本相符的资本市场。

中国资本市场从开始出现的第二天起,就站在中国经济改革和发展的前沿,推动了中国经济社会体制和社会资源配置方式的变革。而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,资本市场在国民经济中发挥作用的范围和程度也日益提高。资本市场的出现和发展,是中国经济逐渐从计划体制向市场体制转型过程中最为重要的成就之一,而资本市场改革和发展的经验,也是中国经济改革宝贵经验的重要组成部分。

未来,中国资本市场的发展面临新的机遇和挑战。首先,伴随着中国经济的发展,巨大的融资需求将有很大一部分依靠资本市场来满足;其次,中国经济迫切需要调整产业结构,转变经济发展方式,资本市场的资源配置功能将在这一过程中起到重要作用;第三,长期以来,中国的金融体系高度依赖以银行为主的间接融资,迫切需要提高直接融资比重,防范金融风险,而这种转变必须通过做强做大中国资本市场来实现;第四,在全面建设和谐社会的过程中,建立和完善多层次养老体系、改革医疗保险体制和建设新农村等重要领域,也要求资本市场提供全面有效的金融支持和金融服务;第五,随着金融市场全球化、一体化的趋势不断增强,各国资本市场和金融中心的竞争日益加剧,资本市场的发展和监管模式日新月异,资本市场的竞争力和发达程度已经成为国家竞争力的重要组成部分。

未来,中国资本市场的发展面临新的机遇和挑战。党的十七大描绘了在新的时代条件下继续全面建设小康社会、加快推进社会主义现代化建设的宏伟蓝图,对资本市场的发展提出了新的要求。人均国内生产总值到2020年比2000年翻两番,需要资本市场满足经济持续高速增长带来的融资需求;提高自主创新能力,建设创新型国家,需要资本市场对创新型企业发展的大力支持,以资本为纽带引导和支持生产要素向创新型产业集聚,促进科技成果向生产力的转化;转变经济发展方式,需要通过资本市场发挥资源配置的作用,实现资源跨地区和跨产业的整合,通过市场化方式促进产业结构的优化升级;深化金融体制改革,需要不断提高直接融资比重,增加金融体系的弹性,分散金融风险;鼓励发展具有国际竞争力的大企业集团,需要我国企业通过资本市场充分发现和提升自身价值,更好地融入国际经济循环中去;创造各种条件提高居民财产性收入,完善养老体系,需要资本市场发挥其财富管理的功能,为广大居民提供投资于资本市场分享中国经济增长成果的机会,让养老基金通过资本市场实现保值增值。总之,完善社会主义市场经济体制,实现国民经济又好又快的发展,促进社会和谐,全面建设小康社会,在客观上需要一个功能完备、运作规范、规模不断扩大、效率不断提升的资本市场。

面对这些机遇和挑战,回顾和总结中国资本市场的发展历史,把握资本市场的发展规律,制定相应的战略和措施,将有力地推动中国资本市场的前进。

展望2020年,中国资本市场将基本完成从“新兴加转轨”向成熟市场的过渡,迈入全面发展的时期。一个更加公正、透明、高效的资本市场,将在中国经济构筑自主创新体系中发挥重要作用,成为中国经济社会发展的重要力量。同时,一个更加开放和具有国际竞争力的中国资本市场,也将国际金融体系中发挥应有的作用。

注:2007.9上市公司主营业务收入为三季报披露数据,GDP为国家统计局初步核算数据。  
数据来源:《中国证券期货统计年鉴(2007)》

资本市场也促进了中国金融体系改革。资本市场推动了金融体系结构的转型,改善了商业银行的治理结构,增强了金融体系的抗风险能力,改善了金融机构的盈利模式。与此同时,中国资本市场在自身的建设和发展过程中,对社会发展的影响日益增强。资本市场的发展使居民的投资品种由早期单一的储蓄,扩展到股票、国债、企业债、可转换公司债、证券投资基金、权证、期货等多种理财工具,丰富了居民理财的方式,居民可通过投资于资本市场分享中国经济的成长,资本市场也带动了消费及相关服务业的发展,财富效应初步显现。

## 第三阶段:资本市场的进一步规范和发展(1999-2007)

在这一阶段,1999年《证券法》的实施及2006年《证券法》和《公司法》的修订,使中国资本市场在法制化建设方面迈出了重要的步伐;一批大案的及时查办对防范和化解市场风险、规范市场参与者行为起到了重要作用;国务院《若干意见》的出台标志着中央政府对资本市场发展的高度重视;以股权分置改革为代表的一系列基础性制度建设使资本市场的运行更加符合市场化规律;合资证券经营机构的出现和合格境外机构投资者等制度的实施标志着中国资本市场对外开放和国际化合进程有了新的进展。中国资本市场也在2006年出现了转折性的变化。

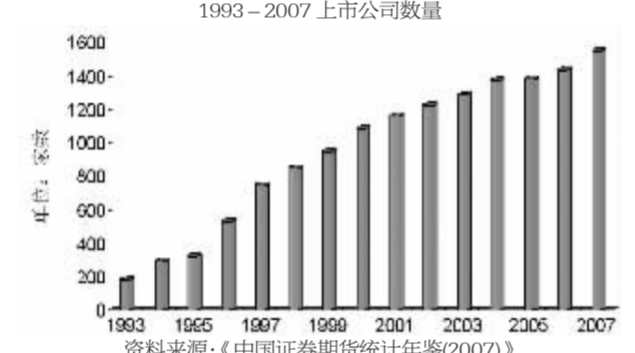
《证券法》于1998年12月颁布并于1999年7月实施,是中国第一部规范证券发行与交易行为的法律,并由此确认了资本市场的法律地位。2005年11月,修订后的《证券法》颁布。《证券法》的实施及随后的修订,标志着资本市场走向更高程度的规范发展,也对资本市场的法规体系建设产生了深远的影响。

在这一阶段,中国围绕完善社会主义市场经济体制和全面建设小康社会进行持续改革。随着经济体制改革的深入,国有和非国有股份公司不断进入资本市场,2001年12月,中国加入世界贸易组织,中国经济走向全面开放,金融改革不断深化,资本市场的深度和广度日益扩大。

自1998年建立了集中统一监管体制后,为适应市场发展的需要,证券期货监管体制不断完善,实施了“属地监管、职责明确、责任到人、相互配合”的辖区监管责任制,并初步建立了与地方政府协作的综合监管体系。与此同时,执法体系逐步完善。中国证监会在各证监局设立了稽查分设机构,2002年增设了专职操纵市场和内幕交易查处机构。2007年,适应市场发展的需要,证券执法体制又进行了重大改革,建立了集中统一指挥的稽查体制。

中国证监会不断加强稽查执法基础性工作,严格依法履行监管职责,集中力量查办了“琼民源”、“银广夏”、“中科创业”、“德隆”、“科龙”、“南方证券”、“国茂证券”等一批大案要案,坚决打击各类违法违规行,切实维护广大投资者的合法权益,维护“公平、公正、公开”的市场秩序。

但是,资本市场发展过程中积累的遗留问题,结构性缺陷和结构性矛盾也逐步开始显现。从2001年开始,市场步入持续四年的调整阶段,股票指数大幅下挫;新股发行和上市公司再融资难度加大,周期变长;证券公司遇到了严重的经营困难,到2005年全行业连续四年总体亏损。



这些问题产生的根源在于,中国资本市场是在向市场经济转轨过程中由试点开始而逐步发展起来的新兴市场,早期制度设计有很多局限,改革措施不配套。一些在市场发展初期并不突出的问题,随着市场的发展壮大,逐步演变成市场进一步发展的障碍,包括上市公司改制不彻底,治理结构不完善;证券公司实力较弱,运作不规范;机构投资者规模小,类型少;市场产品结构不合理,缺乏适合大型资金投资的优质蓝筹股,固定收益类产品 and 金融衍生品;交易制度单一,缺乏有利于机构投资者避险的交易制度;等等。

为了积极推进资本市场改革开放和稳定发展,国务院于2004年1月发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(以下简称《若干意见》),此后,中国资本市场进行了一系列的改革,完善各项基础性制度,主要包括实施股权分置改革,提高上市公司质量,对证券公司综合治理,大力发展机构投资者,改革发行制度等。经过这些改革,投资者信心得到恢复,资本市场出现转折性变化。

这一时期,为充分发挥资本市场的功能,市场各方对多层次市场体系和产品结构的多样化进行了积极的探索。中小板市场的推出和代办股份转让系统的出现,是中国在建设多层次资本市场体系方面迈出的重要一步。可转换公司债券、银行信贷资产证券化产品、住房抵押贷款证券化产品、企业资产证券化产品、银行不良资产证券化产品、企业或证券公司发行的集合收益计划产品以及权证等新品种不断推出,丰富了资本市场交易品种。

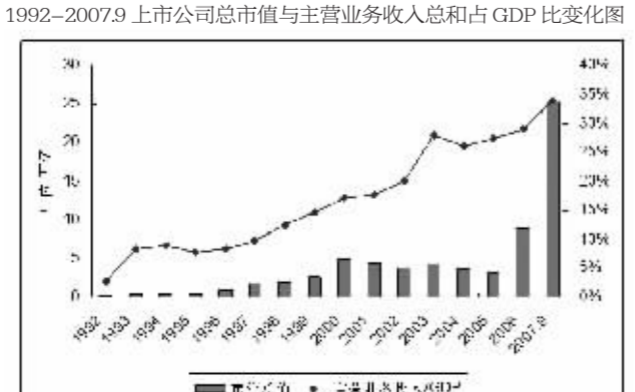
同时,债券市场得到初步发展,中国债券市场规模有所增加,市场交易规则逐步完善,债券托管体系和交易系统基础设施建设不断加快,期货市场开始恢复性增长。2007年3月,修订后的《期货交易管理条例》发布,将规范的内容由商品期货扩展到金融期货和期权交易。

2001年12月中国加入世界贸易组织,中国资本市场对外开放步伐明显加快。到2006年底,中国已经全部履行了加入世贸组织时有关资本市场对外开放的承诺。对外开放推进了中国资本市场的市场化、国际化进程,促进了市场的成熟和发展壮大。这一时期,合资证券期货经营机构大量设立;合格境外机构投资者(QFII)与合格境内机构投资者(QDII)机制相继建立;大型国有企业集团重组境外上市继续推进;外商投资股份公司开始在境内发行上市,外资也被允许对上市公司进行战略投资;证券监管国际合作进一步扩大,2006年6月,中国证监会主席尚福林当选国际证监会组织执委会副主席。

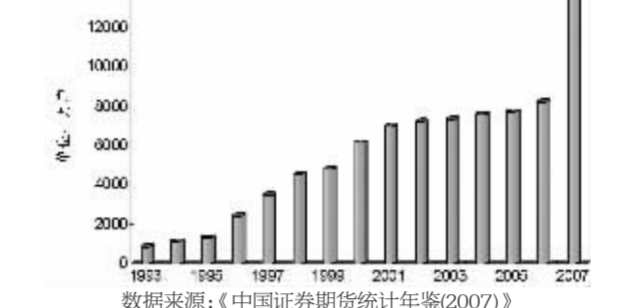
## 资本市场与中国经济和社会发展

中国资本市场的发展得益于中国经济和金融改革,随着资本市场各项功能逐步健全,它也推动了经济和金融体系的改革,引领了一系列经济和金融体制改革,促进了国民经济的增长,对中国经济和社会的影响日益增强。

资本市场促进了中国经济和企业的发展。资本市场融资和资源配置功能逐步发挥,资本市场推动了企业的发展壮大和行业整合,截至2007年底,企业通过发行股票和可转债共筹集1.9万亿元;上市公司的行业布局日趋完善;资本市场促进了企业和资产价值的重新发现,引领了企业制度变革,促进了国有企业和国有资产管理模式的变革,促进了民营企业的发展。截至2007年底,上市公司总数量达到1550家,总市值达32.71万亿元,相当于GDP的140%,上市公司日益成为中国经济体系的重要组成部分。资本市场还丰富了中国企业吸引国际资本的方式,有助于中国投资企业更好地融入国际经济体系。1992-2007.9上市公司总市值与主营业务收入总和占GDP变化图



## 1993-2007 投资账户数量



数据来源:《中国证券期货统计年鉴(2007)》

资本市场为保险公司、社保基金、企业年金等机构提供了资产增值保值渠道,从而,间接为社会保障体系的完善提供了有力支持。资本市场在中国的发展催生了证券公司、证券投资基金管理公司、期货公司等证券期货经营机构,并且推动了投资银行、证券经纪和销售、资产管理、证券分析、证券咨询等新兴行业的兴起,为中国金融业培养了大量专业人才。资本市场在其发展过程中不仅自身建立了相对完备的法规体系,同时,资本市场的发展还推动了其他相关法规的完善,推动中国会计准则不断完善和标准化,特别是新会计、审计准则的实施,大大缩小了与国际标准间的差距。

## 第二章 近年来资本市场重大政策及改革措施

中国资本市场是伴随着经济体制改革逐步发展起来的“新兴加转轨”市场。由于建立初期的整体环境和市场本身制度设计上的局限,中国资本市场积累了一些深层次问题和结构性矛盾。这些问题与矛盾制约了市场功能的有效发挥,阻碍了市场的进一步发展。中国资本市场的问题是在发展中的问题,也只有在发展中,通过不断深化改革才能得以解决。近几年,中国证监会推出了一系列旨在完善市场制度和恢复市场功能的改革措施。2006年,修订后的《公司法》和《证券法》开始实施,有关资本市场监管法规和部门规章也得到了相应的调整与完善。这些措施推动中国资本市场发生了深刻的变化。

### 《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》的发布

国务院于2004年1月31日发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》,将发展中国资本市场提升到国家战略任务的高度,提出了九个方面的纲领性意见,为资本市场的进一步改革与发展奠定了坚实的基础。



《若干意见》是中国政府就发展资本市场的作用、指导思想和任务首次进行明确阐述的纲领性文件,对发展资本市场的政策进行整体部署,它将大力发展资本市场提升到前所未有的战略高度,对中国资本市场的改革与发展具有重要的现实意义和深远的历史影响。

### 股权分置改革

股权分置改革是中国资本市场完善市场基础制度和运行机制的重要变革,也是前所未有的重大创新,其意义不仅在于解决了历史问题,还在于为资本市场其他各项改革和制度创新积累了经验、创造了条件。股权分置改革的实践证明,资本市场的重大改革必须坚持“尊重市场规律,有利于市场的发展和稳定,切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益”的基本原则,在解决资本市场的历史遗留问题和调整复杂利益关系时,必须要妥善处理好实施力度与市场稳定之间的平衡,以稳定市场预期为核心,在改革措施的实施过程中,必须正确处理政府和市场的关系,实现政府统一组织与市场主体分散决策的协调,从而达到市场各方共赢的良好效果。

股权分置的产生主要根源于早期对股份制以及资本市场功能与定位的认识不统一,并且国有资产管理体制的改革还在初期阶段,国有资本运营的理念还没有完全建立。作为历史遗留的制度性缺陷,股权分置在诸多方面制约了中国资本市场的规范发展和国有资产管理体制的根本性变革。而且,随着新股发行上市的不间断积累,其对资本市场改革开放和稳定发展的不利影响也日益突出。

解决股权分置问题,本质上是实现机制上的转换,即通过非流通股股东和流通股股东之间的利益平衡协商机制,消除A股市场股份转让的制度性差异。在整个改革过程中,市场各方遵循了“统一组织、分散决策”的工作原则与“试点先行、协调推进、分步解决”的操作思路。

在改革中,非流通股股东向流通股股东让渡一部分其股份上流通带来的收益。其中,对价的确定既没有以行政指令的方式,也没有统一的标准,而是由上市公司相关股东在平等协商、诚信互谅、自主决策的基础上采取市场化的方式确定。改革方案需经参加表决的股东所持表决权的2/3以上和参加表决的流通股股东所持表决权的2/3以上同时通过,保证了在参与主体博弈中广大中小投资者的利益得到充分保护。

股权分置改革的顺利推进使国有、法人股、流通股利益分割、价格分置的问题不复存在,各类股东具有一样的上市流通权和相同的股份收益权,各类股票按统一市场机制定价,二级市场价格开始真实反应上市公司价值,并成为各类股东共同的利益基础。因此,股权分置改革为中国资本市场优化资源配置奠定了市场化基础,使中国资本市场从市场基础制度层面与国际市场不再有本质的差别。

截至2007年底,沪、深两市共1298家上市公司完成或者已进入股改程序,占应股改公司的98%;未进入股改程序的上市公司仅33家,股权分置改革在两年的时间里基本完成。

### 全面提高上市公司质量

上市公司是中国经济运行中具有发展优势的群体,是资本市场投资价值的源泉。提高上市公司质量,是强化上市公司竞争优势,实现可持续发展的内在要求;是夯实资本市场基础,促进资本市场健康稳定发展的根本;是增强资本市场吸引力和活力,充分发挥资本市场优化资源配置功能的关键。

十多年来,受体制、机制、环境等因素影响,相当一批上市公司法人治理结构不完善、运作不规范、质量不高,严重影响了投资者的信心,制约了资本市场的健康稳定发展。2005年11月,国务院批准了中国证监会《关于提高上市公司质量的意见》,从2006年3月起,中国证监会开展了旨在进一步提高上市公司规范运作、加强上市公司治理、提高上市公司质量的专项活动。

完善上市公司监管体制,2004年开始实行的上市公司辖区监管责任制是上市公司监管体制上的一次重大改革,提出“属地监管、权责明确、责任到人、相互配合”的要求,有效地发挥了派出机构的一线监管优势,提升了监管深度和力度。

强化信息披露。1999年后,上市公司监管从行政审批为主逐步向以信息披露为主过渡,中国证监会结合资本市场发展实践,根据新的《公司法》、《证券法》对上市公司信息披露提出的更高要求,制定了《上市公司信息披露管理办法》,进一步完善信息披露规则和监管流程,提高上市公司信息披露质量及监管的有效性。

规范公司治理。完善公司治理规则,中国证监会陆续出台了一系列相关法律法规,包括《上市公司章程指引》、《上市公司治理准则》、《上市公司股东大会规则》等,并引入了独立董事制度,基本确立了上市公司治理结构的框架和原则。

清欠违规占用上市公司资金。为有效解决严重影响上市公司健康发展的大股东及关联方侵占上市公司资金问题,中国证监会协同地方政府和有关部门全面开展“清欠”攻坚战,并推动《刑法》中增加了“侵占上市公司资产罪”,加大了对大股东和实际控制人侵占上市公司资产行为的责任追究力度。截至2006年底,已有399家公司完成“清欠”或进入“清欠”程序,涉及资金390亿元,涉及资金占用问题的上市公司家数和占用资金金额同比分别下降93%和84%,控股股东和实际控制人违规占用上市公司资金的问题基本解决。

建立股权激励制度的规章制度,推动市场化并购重组。其中,上市公司“清欠”旨在解决业已存在的严重影响上市公司健康发展的大股东及关联方侵占上市公司资金问题。截至2006年底,已有399家公司完成“清欠”或进入“清欠”程序,涉及资金390亿元,涉及资金占用问题的上市公司家数和占用资金金额同比分别下降93%和84%。

建立股权激励制度,中国证监会于2006年1月发布了《上市公司股权激励管理办法(试行)》,以进一步促进上市公司建立、健全激励与约束机制为目的,规定股权激励的主要方式为限制性股票和股票期权,并从实施程序和信息披露角度对股权激励机制予以规范,对上市公司的规范运作与持续发展产生深远影响。

推动市场化并购重组。通过修订《上市公司收购管理办法》,启动向特定对象发行股份认购资产的试点,推动了上市公司做优做强和激励上市公司控股股东将优质资产、优势项目向上市公司集中,使市场化的上市公司并购重组和企业整体上市显著增加。资本市场已经成为中国企业重组和产业整合的主要场所。

### 证券公司综合治理

证券公司综合治理的成功经验表明,化解风险和制度建设必须同步推进,加强行业监管与鼓励创新发展要有机结合;证券市场深化改革要标本兼治,重在治本;风险处置要确保行业、市场和金融稳定;保持证券行业的长期健康发展,必须完善证券公司运行与监管的基础制度。

2004年前后,证券公司长期积累的问题充分暴露,风险集中爆发,全行业生存与发展遭遇严峻的挑战。中国证监会按照风险处置、日常监管和推进行业改革三管齐下、防治结合,以防为主,标本兼治,形成机制的总体思路,对证券公司实施综合治理。

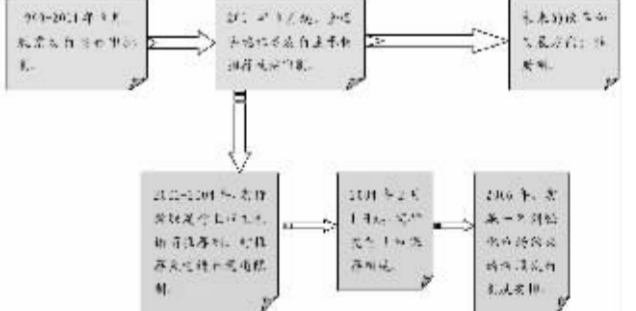
2004年中国证监会制定了创新型和规范类证券公司的评审标准,支持优质公司在风险可控、可测、可承受的前提下拓展业务空间;普查摸清证券公司风险底数,清理挪用客户保证金、挪用客户债券、股东及关联方占用、违规委托理财和帐外经营等违规风险事项;在维护市场和社会稳定的同时,积极稳妥地处置了31家高风险证券公司,并探索出多样化的重组并购模式;依法追究了有关人员的责任;实行客户交易结算资金第三方存管制度;改革国债回购、资产管理、自营等基本业务制度,建立证券公司财务信息披露和基本信息公开制度,完善以净资本为核心的风险监控和预警制度;加强对证券公司高管人员和股东的监管,规范高管和股东行为;成立了中国证券投资者保护基金有限责任公司。综合治理期间,按照“试点先行、逐步放开”的原则,支持优质公司推出新产品、试办新业务,拓展业务空间,改善盈利模式,取得了良好的示范效应。2007年7月,中国证监会以证券公司风险管理能力为基础,结合公司市场影响力对证券公司进行了重新分类,支持优质证券公司做大做强。2007年8月底,证券公司综合治理工作成功结束,实现了各项主要目标。

### 发行制度改革

股票发行体制改革的实践表明,资本市场的制度安排应该逐步从“政府主导型”向“市场主导型”方向转变,增强市场约束机制,提高市场运作的透明度,将定价过程更多地交由市场与主体决定。这不仅能够增强定价的透明度,使市场的发展得以顺利推进,也使市场参与主体在获得各自利益的同时承担相应的责任和风险。

我国股票发行制度从资本市场建立之初的审批制到核准制,朝着市场化的方向进行各种改进,但与成熟市场的注册制相比,仍有一定的差距。为了进一步提高效率、充分发挥资本市场的功能,对发行审核制度仍须进一步深化改革。

#### 发行审核制度的演进



发行审核制度透明化。2004年2月,发行上市主承销商推荐制(实行通融限制)过渡到保荐制度,建立了保荐机构和保荐代表人问责机制。同年末,取消了发审委委员身份保密的规定,使核准制下市场参与者各负其责、自担风险的原则得到落实,实现了发行制度市场化改革目标的第一步。

证券发行的市场约束得到强化。2006年,《上市公司证券发行管理办法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》、《证券发行与承销管理办法》及相应配套规则体系先后推出,形成了全流通模式下的新股发行体制。这一系列制度安排进一步强化了市场约束,提高了发行效率。

发行定价机制市场化。中国证监会于2004年底对股票发行价格取消核准,实行询价制。2006年9月发布的《证券发行与承销管理办法》进一步重点规范了首次公开发行股票询价、定价以及股票配售等环节,完善了询价制度,加强了对发行人、证券公司、证券服务机构和投资者参与证券发行行为的监管。

### 基金业市场化改革及机构投资者发展

市场化、规范化和国际化,是中国基金业近年来改革最为显著的特征,也是行业得以健康发展的关键。基金业的市场化改革,使得机构投资者力量迅速壮大,基本改变了中国资本市场长期以来以散户为主的投资者格局,资本市场主流的投资模式发生了根本变化,从投机和坐庄盛行转向重视公司基本面分析和长期投资。

1998年,中国证监会开始推动基金业的发展。但是,在基金业发展初期,由于起步晚,各方面运作尚不成熟,市场的投机气氛浓厚,基金行业曾发生过一些违规行为,使行业发展遭受重大挫折。从2000年起,中国证监会提出“超常规发展机构投资者”,并将其作为改善资本市场投资者结构的重要举措。

基金业市场化改革。2002年,中国证监会主导的基金审核制度渐进式市场化改革启动,监管部门简化审批程序,引入专家评审制度,使基金产品的审批过程透明化、透明化、专业化和规范化。从2002年初到2005年底,在市场规模持续扩大的环境下,市场化改革极大地释放了行业的潜能,基金资产规模从800亿元增长到5000多亿元,基金持行业市值占流通股本的比重从5%增长到近20%。2006年,全年新募集基金4028亿元,接近以往8年新募基金规模总和,2007年基金资产规模总和达3.1万亿。同时,行业运作的规范化、透明化程度得到加强,社会信用力初步提升,改革所引入的市场竞争机制,激发了基金管理公司创新力和服务质量的提升。2007年以来,中国基金业推出了成熟市场绝大多数主流基金产品,丰富了投资者的选择。