

中国A股 IPO

首日收益率及长期绩效研究

蒋顺才 著



On IPOs
Initial Returns and
Long-run Performance in
Chinese A-Shares Market

中国A股 IPO

首日收益率及长期绩效研究

蒋顺才 著



On IPOs
Initial Returns and
Long-run Performance in
Chinese A-Shares Market

图书在版编目 (CIP) 数据

中国 A 股 IPO: 首日收益率及长期绩效研究/蒋顺才著. —北京: 中国财政经济出版社, 2006.8

ISBN 7-5005-9217-5

I. 中… II. 蒋… III. 股票-资本市场-研究-中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 074662 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 14.25 印张 234 000 字

2006 年 8 月第 1 版 2006 年 8 月北京第 1 次印刷

定价: 36.00 元

ISBN 7-5005-9217-5/F·8005

(图书出现印装问题, 本社负责调换)



IPO (Initial Public Offering, 新股首次公开发行) 现象是上市公司金融领域内自 20 世纪 70 年代以来的一个研究热点, 国外的相关研究文献很多, 但国内在这个领域内的系统研究, 目前还不是很多。蒋顺才同志在攻读会计学博士之前, 已有数年的证券研究和投资银行的工作经验, 对中国证券市场的发展以及 IPO 的实际操作都有深刻的认识, 因此, 在选择博士论文时, 我建议他考虑以 IPO 为研究对象。

众所周知, 我国证券市场具有明显的“新兴+转轨”的特征, 很多基于国外成熟资本市场的数据得出的研究结论, 并不一定适用于中国 A 股市场。例如, 关于 IPO 抑价理论, 西方学者大多是在“有效市场假设”的基础上, 运用信息经济学的相关理论来进行论证的。因为在西方国家, 无论是首次公开发行还是上市后再融资, 都是企业的自主行为, 只要符合上市条件, 企业就可以注册上市, 只要有投资者愿意购买你的股票, 你就可以再融资。因此, 首次公开发行的过程实际上就是首次公开信息披露的过程, IPO 抑价是企业首次上市时, 发行人、投资银行以及投资者之间信息不对称的产物, 只要解决了信息不对称问题, IPO 抑价问题就可以得到解决。但如果用西方 IPO 理论套用到中国 A 股市场, 就有可能出现“桔生淮南则为橘, 生于淮北则为枳”的现象。因为在作为新兴的证券市场, 我国企业的新股发行一直是受政府控制的。以前的额度制自不必说, 现在的核准制也带有浓厚的行政色彩, 因此, IPO 的定价问题显然不仅仅是充分信息披露就能解决的。我国 A 股 IPO 首日收益率显著高于世界其他国家的平均水平, 说明我国 A 股 IPO 过程的交易成本较高。这种高成本的发行市场, 可能直接导致我国证券市场的低效率。另外, 证券市场前段时间都流行一句话, 大致意思是: 新股上市一年业绩降, 两年亏损现, 三年 ST, 四年 PT, 五年以后再重组, 开始新轮回……因此, 研究我国 A 股 IPO 的首日

收益率及长期绩效的问题，不仅具有一定的学术价值，而且如果能够从中找出可能影响我国新股发行市场效率的因素，对于提高我国资本市场的运作效率，也有一定的现实意义。

本书采用了大样本、长周期的研究数据，所有数据均来自于 IPO 公开披露信息。在研究方法上，以实证研究为主，但具有三个方面的“结合”，即实证研究与规范研究相结合，定性分析与定量分析相结合，分组描述与回归分析相结合。在实证研究中，为了使对相关数据和现象的解释更为充分，作者采用了多种不同的统计分析方法：如分组描述性统计、均值 T 检验、线性回归分析、独立变量的非参数检验、参数相关性检验、相关性列联分析法、变截距变斜率的回归方程检验等。多种分析方法的采用，使得本书的内容更丰富，论证更具说服力。尤其体现其研究特色的是，作者在分析过程中，始终将我国证券市场的发展以及我国新股发行制度的实际情况同西方的 IPO 理论有机地结合在一起。在数据统计过程中，作者甚至从证券分析师及投资者的角度，有意识地统计了一些可以指导新股投资的信息，比如，对申购新股的选择条件，以及新股上市后投资时机的把握等。本书的重要亮点还在于，作者通过引入新制度经济学的相关理论，针对中国 A 股 IPO 高抑价现象，创造性地提出了“股权分置下的路径依赖假说”，针对长期强势现象，提出了“中国 A 股 IPO 长期强势的制度安排假说”，从而对我国 A 股 IPO 首日收益率偏高和长期强势的成因进行了较好的解释。

事实上，选择中国 A 股市场的 IPO 首日收益率及长期绩效作为蒋顺才同志的博士论文选题，对他来说，确实得心应手。从数据收集到实证分析，从破题立说到政策建议，作者在行文过程中，能够将理论的完整性、研究的规范性以及实务的可操作性有机地结合在一起，这也是蒋顺才同志复合型的知识结构和丰富的工作经历的一种体现和见证。记得在 2004 年答辩通过以后，学校组织校外专家对博士论文进行匿名复审，蒋顺才同志的这篇论文是我院会计系当时惟一一篇获得“优秀论文”称号的博士论文。

尽管如此，本书研究的局限性也是比较明显的，比如，研究中国 IPO 问题时，产权问题显然是个重要因素，但本书并没有对中国股票市场与国企改革的关系、国有企业与民营企业的 IPO 首日收益率及长期绩效的比较等课题进行研究。又如配对研究，是国外学者研究 IPO 长期绩效的通用方法，但作者仅采用了市场相对法对此进行研究，这在一定程度上可能会影响实证结果的说服力。当然，IPO 方面研究的领域很广，需要解决的实际问题也很多，我们也不可能

要求一本书里都能够面面俱到。作为他的博士生导师，我希望蒋顺才同志能够百尺竿头，更进一步，继续在该领域内取得更多更好的研究成果。

中国人民大学商学院会计系教授、博士生导师
全国会计硕士专业学位（MPAcc）教育指导委员会秘书长

王化成

2006年7月18日于北京世纪城

摘要

在我国社会主义市场经济建立的过程中,特别是自1990年下半年深圳和上海两个证券交易所正式设立以来,我国资本市场发展迅速,已取得了举世瞩目的成就。仅从1990年到2002年,我国证券市场上市公司新增数量(1116家)就超过了世界主要证券市场(包括美国、日本、英国、瑞士、加拿大、意大利、中国香港等7个国家和地区)净增上市公司数量的总和(1112家)。近年来,我国内地企业在香港、新加坡、纳斯达克(NASDAQ)等上市的数量剧增。据报道,截止到2005年底,已有24家中国公司在NASDAQ挂牌上市,仅2005年就有8家,NASDAQ总裁罗伯特·格雷费尔迪2005年底在一次研讨会上说过,“来自中国的IPO是过去两年中纳斯达克最重要的IPO来源”。再以香港市场为例,从1993年至2005年,内地共有150家民企和172家国企先后在香港上市,集资额达到10729亿港元,占香港市场同期总集资额的51%,2005年1~10月,内地企业在香港上市集资占比更是高达94%。由此可见,中国企业的新股发行正在成为世界证券市场的重要新生力量,更成为世界各家投资银行觊觎的重要目标。因此,研究中国企业的新股发行定价问题以及上市后的长期绩效特征,具有一定的现实意义。

在新股首次公开发行(Initial Public Offering,以下简称IPO)方面,西方证券市场存在的三种IPO现象,引起了金融学者的研究兴趣,即“发行定价偏低”(Underpricing of IPOs)、“长期绩效偏弱”(Long-run Underperformance)以及“新股认购热销”(Hot Issue Market)。本书研究的是前两种IPO现象在中国A股市场的表现情况。

所谓IPO发行定价偏低,是指IPO发行价格相对于上市首日的市场收盘价而言较低,从而使得IPO公司的首日收益率远远超出市场平均水平,这种现象在西方金融界也称为IPO抑价(在本书中,IPO抑价率、IPO低定价以及IPO首

日收益率三种表述方式可以互换。) 本书所研究的 IPO “抑价” 与股民们常说的新股 “溢价” 发行是两个相互联系又互不相同的矛盾统一体。 “IPO 抑价” 是指发行价低于新股上市首日收盘价, 而新股 “溢价发行” 是指发行价高于新股的票面价值 (在我国是 1 元/股), 或者高于新股发行前的每股净资产值。新股 “溢价发行” 针对的是企业不同发展阶段上不同的投资者, 其中发起人承担公司成立及运作失败的风险, 因风险较大而收益较高 (发起成立时的认购价格相对于较上市前的 IPO 价格而言较低), “IPO 抑价” 是针对公司上市前后的一段时间内的同一投资者, 投资一级市场相对于投资二级市场而言, 可以获得更高的投资回报。如果证券市场是有效率的, 则市场上任何的超额回报都将被投机者迅速填平。但 IPO 公司首日起超额收益率在世界范围内长期存在, 早在 1963 年美国证券交易委员会 (SEC) 的一份研究报告中就被明确地提出过, 其后, Logue (1973) 和 Ibboston (1975) 分别利用美国证券市场 20 世纪 60 年代的资料进行了实证研究, 发现 IPO 的初始收益率呈平均数为正、中位数几乎为 0 的右偏态分布。尽管 “IPO 上市首日可以获得超额收益” 这一现象几乎尽人皆知, 但时至今日, IPO 抑价现象仍然存在, 传统的有效市场理论根本无法对此作出解释, 以至于理论界对此冠之以 “金融学之谜” (Ibboston, 1975)。

所谓 “IPO 长期绩效偏弱” (也叫 IPO 长期弱势现象), 是指新股在上市后的较长时间段内 (一般 3~5 年) 给其持有者带来的收益相对于市场指数或其他同类型的非 IPO 公司股票而言要差一些。IPO 长期弱势现象的偶尔出现, 也许并不见得特别令人奇怪, 但令人费解的是, 为何这种现象会长期普遍存在下去。与 IPO 首日收益偏高的现象一样, 它违背了一个基本的金融财务原理——“无风险套利原则”。这是对有效市场理论 (EMH) 的一个挑战。因为有效市场的支持者可总会证明, 一旦 IPO 公开交易, 就如同任何其他股票一样, 二级市场股价应适当反映股票的内在价值, 经风险调整以后的 IPO 公司的市场表现应遵循 “随机漫步” 原则 (Theory of Random Walk), 而不是表现为单方向的弱势特征。Welch 和 Ritter (2002) 比较了美国市场 1980~2001 年 IPO 公司的长期绩效情况发现, 全部样本公司三年期的买入-持有 (Buy and Hold) 收益, 相对于市场指数而言 (Market-adjusted) 为 -23.4%; 而相对于同类可比公司而言 (Style-adjusted) 为 -5.1%。实证研究表明, 其他国家的证券市场也都存在着 IPO 长期弱势的现象。

对于 IPO 低定价和长期弱势现象的解释, 传统的有效市场理论似乎无能为

假说。其中,关于 IPO 低定价现象的解释性假说主要有以下几种类型:(1)基于信息不对称理论的,这一类理论被引用得最为广泛,包括赢者诅咒假设、事前不确定性假设、投资者从众假设、信息收集假设等;(2)基于对称信息理论的(如避免法律诉讼假设);(3)基于委托代理理论(如投资银行垄断假设);(4)基于信号显示理论(如后续融资假设);(5)基于股份配售理论(如超额配股权)等等。关于 IPO 长期弱势的解释性假说,主要是“发行人的多样化预期假说”、“新股分析师的乐观预测假说”,以及“发行时机选择的机会之窗假说”等。需要说明的是,由于各国、各个时期的 IPO 公司在首日以及其后的表现不一样,因此,虽然西方的 IPO 理论较多,但到目前为止,还没有出现一种对相关现象具有普遍解释能力的、被广为接受的理论。

我国证券发行市场,一直是监管部门和投资者关注的焦点之一。在我国 A 股市场上,“新股不败”的神话已经深入人心,而且与国外 IPO 公司首日收益率平均在 20% 左右不同的是,我国新股上市如果价格不翻一番,投资者都似乎感到不太“过瘾”,所以,大多数投资者热衷于“炒新股”。理论工作者关于新股首日收益率的研究文献也比较多,对于新股上市以后的长期绩效表现则关注较少,相关研究更少。本书研究了自我国 A 股市场成立以来,到 2003 年底止(1990 年底~2003 年底)全部 A 股 IPO 公司的首日收益率以及长期绩效的情况,发现了很多对投资者有借鉴意义的 IPO 现象,比如,13 年来,我国 IPO 公司的平均首日收益率(IR)为 158.86%,其中沪市 IPO 公司的平均 IR 值(171.12%)明显高于深市(137.37%)。从年度首日收益率来看,1993 年以前的 IPO 首日收益率特别高(平均超过 600%),1993~1999 年 IPO 首日收益率在 80%~150% 之间波动,并在 2000 年以后逐年下降,其中上海市场平均 IR 值在大多数年份内超过深圳。在 IPO 长期绩效方面,本书对沪深两市从 1991 年 1 月 1 日到 2001 年 3 月 9 日发行上市的 951 家 A 股 IPO 公司的长期绩效进行了统计研究,发现以新股上市首日收盘价买入,并持有 3 年零 3 个月,平均可以获得 27.77% 的超额收益(剔除市场因素),700 家 IPO 公司 5 年期的长期绩效达 59.25%。与国外的 IPO 长期弱势相对照,中国 A 股 IPO 公司显示了明显的长期强势特征。另外,作者还通过大量的统计数据发现,在 IPO 公司上市 2 个月以后买入,且长期持有 3 年,即可获得超出市场平均收益约 30% 的超额收益,这似乎可以为投资者投资 IPO 新股提供一个简单却有效的赚钱策略。

近几年来,中国 A 股市场 IPO 市场的飞速发展以及其独特的 A 股 IPO 现象,引起了国内外学者的研究兴趣,并取得了部分研究成果。但从笔者掌握和

检索的文献资料来看,国内学者目前对于中国 A 股 IPO 低定价及长期绩效问题的研究,可能存在以下三个方面的局限性:一是在样本及数据方面,样本容量小、数据旧、周期短;二是在研究范围方面,将 IPO 低定价研究集中于发行定价上,将长期绩效研究集中于股权结构、财务指标或投资者行为,且大多停留在现象描述上,对数据的挖掘不够深入;三是在研究解释方面,大多借用西方学者的研究假说,对我国股票市场进行适用性检验,缺乏系统的观点和新的研究视点,将对我国 IPO 首日收益率和长期绩效的影响因素当作形成原因,把对影响因素的回归分析结果视作成因解释。

笔者认为,研究中国 A 股 IPO 现象,套用西方的 IPO 理论也许是不合适的,因为西方 IPO 理论大多是在信息经济学框架下建立起来的,他们将新股发行看作是一个信息披露和信号传递的过程。他们认为,之所以出现 IPO 低定价,是与发行人在首次公开发售前所面临的外部信息环境不一样造成的。这可能与在美国等许多成熟市场上, IPO 发行实行注册制有关。因为注册制对于企业发行股票没有具体的条件和要求,证券监管部门也不对发行公司做实质性审核判断,企业只要履行充分的信息披露义务,就可以通过监管部门注册而发行股票。因此,西方学者对于 IPO 低定价和长期绩效问题的研究,大多数采用静态的分析方法,将 IPO 首日收益率的分析建立在新古典框架之下,把制度视为 IPO 过程的外生变量,没有对制度变迁所引起的市场运行和主体行为变化,以及对 IPO 首日收益率和长期绩效的影响进行动态考察。

而中国股票市场是从无到有逐渐建立起来的,具有新兴+转轨的特征,制度变迁对我国证券市场建立和发展具有重要的影响。事实上,中国证券市场自建立以来,其制度变迁之剧烈和频繁,在世界证券发展史上是罕见的。而在中国证券市场各项制度的演进中, IPO 发行制度的变化幅度最大、变化频度最高。因此,对于中国 A 股市场的 IPO 低定价及长期强势的研究,如果仅用静态的分析方法,可能观察到一些短期的市场行为,但难以解释中国 A 股 IPO 首日收益率偏高及长期强势现象的产生与发展的动态过程。新制度经济学将制度作为经济过程的内生变量,将新制度经济学引入到对中国 A 股 IPO 的研究中来,将对我国股票市场 IPO 首日收益率偏高及长期强势现象具有更加深刻和广泛的解释力。因此,在本书的研究中,笔者首次将新制度经济学应用于对中国 A 股 IPO 问题的研究,这将为分析中国 A 股 IPO 低定价及长期绩效问题提供一个重要的新的框架依据。

本书的研究思路及框架如图 1 所示:

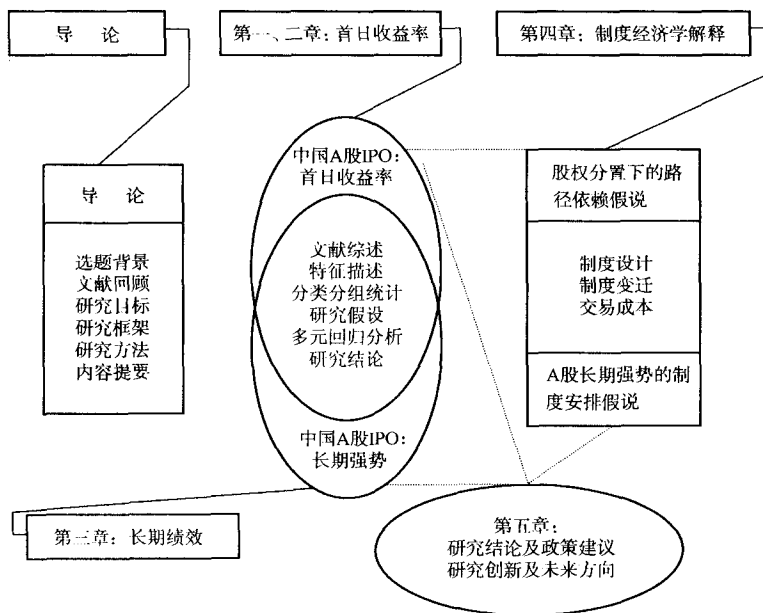


图1 本书的研究思路与框架

本书各章主要内容包括:

在导论部分,笔者首先阐明了研究中国A股IPO低定价及长期绩效问题的理论和现实意义,在对相关文献进行了简要回顾之后,针对现有文献对中国A股IPO低定价及长期绩效问题研究之不足的情况,提出了自己的研究目标及研究思路和框架,导论是统领全书的总纲。

第一章是对中外IPO低定价现象及相关理论制度背景的介绍,主要内容包括IPO低定价的国际比较、西方IPO低定价理论综述、中国A股IPO首日收益率的研究回顾以及中国IPO发行制度的演变历程等。

第二章是在第一章的文献综述和制度回顾基础上,通过沪深两市1991~2003年间1137家IPO公司的相关数据统计,对我国A股IPO首日收益率偏高的现象进行了统计分析,并对影响我国A股IPO首日收益率的各种因素进行了分类的或综合的实证分析。实证结果表明,西方IPO抑价理论中,赢者诅咒假说、投资银行垄断假说、投资者从众假说、市场气氛假说、后续融资假说等都能够得到中国A股市场IPO数据的实证支持,但投资银行信誉假说、事前不确定性假说等可能不适用于中国A股市场。

在第三章中,笔者对沪深两市从1991年1月1日到2001年3月9日发行上

市的 951 家 A 股 IPO 公司的长期绩效进行了统计研究,发现中国 A 股 IPO 公司具有明显的长期强势特征。统计表明,在新股上市后的 25 个交易日中,有 21 个交易日的日均收益率为负值,但在月度收益方面,投资者在新股上市后 3~27 个月中任何一个月购买新股都能获得正的月度收益率(无论是否做指数调整,其长期收益率都为正)。多元逐步回归的实证结果显示,有 5 个因素对中国 A 股 IPO 长期绩效具有明显相关关系:发行公司规模(负相关)、发行前公司盈利能力(正相关)、公司治理结构改善程度(正相关)、上市后业绩增长水平(正相关)以及 IPO 公司首日收益率。在以上 5 个因素中,除首日收益率外,其余 4 个因素都是与 IPO 公司的基本面(发行前后的业绩表现)以及中国 A 股市场发行制度设计(发行股数及公司治理等)具有密切关系,这与西方学者在解释 IPO 长期弱势时大多使用市场因素和投资者行为指标(如上市时机选择、投资者多元化预期、价格支持、机会之窗等)具有明显的差异。因而西方学者针对 IPO 长期弱势问题所提出的解释性假设大多不适用于中国 A 股市场。

第四章是对第一、二、三章的进一步拓展,在对中国 A 股 IPO 首日收益率及长期强势现象的描述和影响因素的实证分析基础上,通过引入新制度经济学的有关理论,将制度作为内生变量,重点研究并解释了这样两个问题:一是中国 A 股 IPO 首日收益率为什么会非常高(远远高出世界其他国家的平均水平),二是中国 A 股 IPO 公司为什么会出现长期强势(而世界大多数国家是长期弱势)。

为了解释中国 A 股 IPO 首日收益率偏高的现象,笔者提出了“股权分置下的路径依赖假设”(见图 2),相关说明如下:

(1) 我国 A 股 IPO 公司的首日收益率较高(股份制试点阶段的 IPO 首日收益率平均超过 600%),源于我国证券市场的初始制度设计中的股权分置,股权分置造成了流通股溢价效应,使得我国 IPO 首日收益率一开始就进入了高位运行轨道。

(2) 在审批制后期及核准制阶段,我国 A 股 IPO 首日收益率整体呈下降趋势,是制度变迁降低了 IPO 交易费用的结果。

(3) 由于制度变迁具有路径依赖特征,在股权分置的初始制度安排下,我国 A 股市场的流通股股东和非流通股股东事实上已经变成了两个不同(甚至对立)的利益集团,使得国有股减持和全流通问题积重难返,形成严重的路径依赖,从而造成我国 A 股 IPO 公司首日收益率虽然有所下降,但降速缓慢,最近两年的平均首日收益率仍然超过 100%。

在第四章中,笔者还在制度经济学的框架下,为解释中国 A 股 IPO 长期强势的特征,提出了“制度安排假说”。中国 A 股 IPO 的长期强势可以用笔者

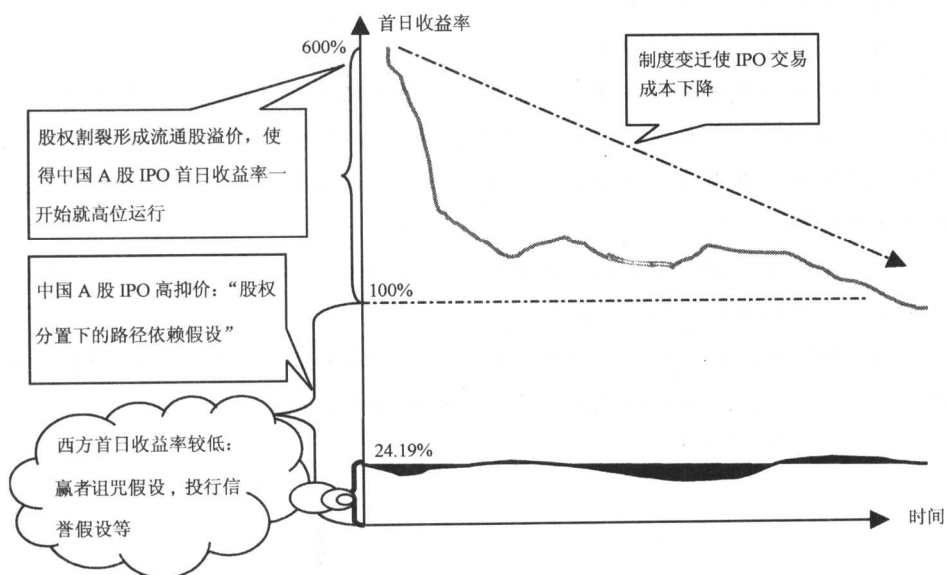


图 2 对中国 A 股 IPO 首日收益率偏高的图示解释

所提出的“制度安排假说”来解释：初始制度安排（股权分置、额度审批、包装重组等）推动了中国股票市场的建立，而股票市场的发展需要吸引更多的 IPO 公司上市和更多的投资者入市，于是政府通过持续的制度安排（如隐性担保、利好政策、制度变迁等），形成股票市场的繁荣景象和赚钱效应，从而形成 IPO 长期强势，并且由于 A 股公司上市 5 年前后的净资产收益率均值变化幅度高于上市 3 年前后的变化幅度，因而在中国 A 股市场上，5 年期 IPO 长期强势特征相对 3 年期的长期强势而言更为显著（见图 3）。

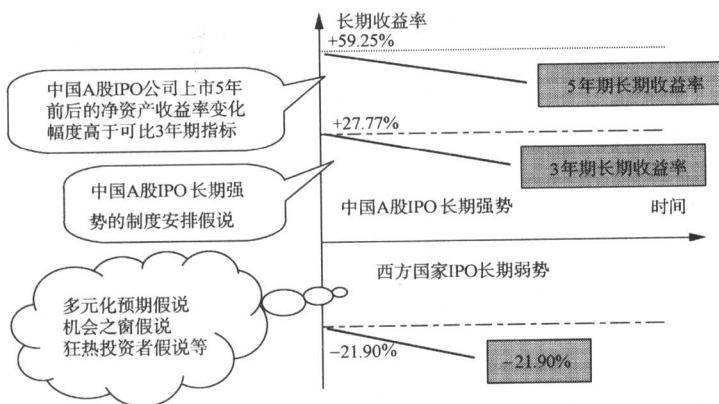


图 3 中国 A 股 IPO 长期强势的图示解释

第五章是全书的总结和结论。

总之，本书的主要特点有：

(1) 研究样本大，样本周期长，作者按首日收益和长期绩效对样本进行分组统计，得到了许多颇有研究和实用价值的统计结果（例如，作者通过对 33 万多个数据进行处理得出的中国 A 股 IPO 上市后的新股日收益率曲线以及月度收益率曲线等）。

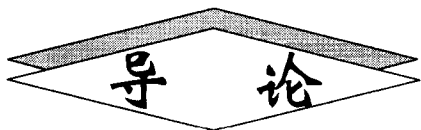
(2) 结合中国 IPO 市场的实际情况，提出研究假设，建立多元回归模型，对西方 IPO 理论进行了扬弃和改进。

(3) 首次将新制度经济学的相关理论引入到对我国 IPO 抑价及长期收益率的研究中，为今后的相关研究提供了全新的视角和框架。

目 录

导 论	(1)
研究背景	(1)
研究回顾及综述	(4)
研究目标及突破	(8)
第一章 中国 A 股市场 IPO 首日收益率研究——理论与制度背景	(10)
1.1 IPO 低定价现象的国际比较	(11)
1.2 IPO 低定价理论综述	(16)
1.3 中国 A 股 IPO 首日收益率的研究回顾	(22)
1.4 中国 A 股 IPO 发行制度演变历程	(26)
1.5 本章小结	(46)
第二章 中国 A 股市场 IPO 首日收益率研究——实证分析	(49)
2.1 样本选择及数据处理	(49)
2.2 中国 A 股市场 IPO 发行总体情况统计分析 (1991 ~ 2003)	(55)
2.3 中国 A 股 IPO 首日收益率统计特征	(62)
2.4 影响中国 A 股 IPO 首日收益率的因素分析	(65)
2.5 对西方 IPO 低定价理论适用性的综合检验	(78)
2.6 对西方 IPO 低定价理论的扩展性检验	(86)
2.7 本章小结	(95)
第三章 中国 A 股市场 IPO 长期绩效实证研究	(99)
3.1 文献回顾	(99)
3.2 样本选择与数据处理	(106)
3.3 中国 A 股 IPO 长期绩效的描述性统计	(109)
3.4 中国 A 股 IPO 长期绩效影响因素的多元回归分析	(131)

3.5 本章小结	(138)
第四章 中国 A 股市场 IPO 首日收益率偏高及长期强势的经济学解释	(141)
4.1 新制度经济学的有关介绍	(142)
4.2 中国 A 股 IPO 首日收益率偏高现象的制度经济学解释	(145)
4.3 中国 A 股股票 IPO 长期强势的经济学解释	(154)
4.4 本章小结	(167)
附录：中国证券市场十大利好消息回顾（1992 ~ 2004）	(170)
第五章 研究结论、政策建议及未来研究方向	(173)
5.1 研究结论	(173)
5.2 政策建议	(181)
5.3 研究创新	(189)
5.4 研究局限及未来研究方向	(195)
参考文献	(197)
后 记	(208)



研究背景

在我国社会主义市场经济建立过程中，特别是自 1990 年下半年深圳和上海两个证券交易所正式设立以来，我国资本市场发展迅速，已取得了举世瞩目的成就。我国“资本市场初具规模，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。”^① 表 1 显示，从 1990 年到 2002 年，我国证券市场上市公司数量迅速增加，2002 年我国上市公司数量已由 1990 年的 98 家增加到 1214 家^②。12 年间我国上市公司新增数量（1116 家）超过了表 1 中世界主要证券市场（包括美国、日本、英国、瑞士、加拿大、意大利、中国香港等 7 个国家和地区）净增上市公司数量的总和（1112 家）。

① 摘自《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》（2004 年 2 月 1 日）。

② 根据中国证监会网站统计信息，截止到 2003 年底我国境内上市公司（含 A、B 股）总数达到 1287 家。