

中国证券业监管 发展与改革研究

赵岗 朱忠明 王博林 著



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

中国证券业监管 发展与改革研究

张明 王健 王健 著



中国金融出版社

中国证券业监管 发展与改革研究

赵岗 朱忠明 王博林 著



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

中国证券业监管发展与改革研究/赵岗, 朱忠明, 王博林著.
北京: 中国发展出版社, 2015. 1

ISBN 978 - 7 - 5177 - 0240 - 5

I. ①中… II. ①赵… ②朱… ③王… III. ①证券市场—
监管制度—研究—中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 223281 号

书 名: 中国证券业监管发展与改革研究

著作责任者: 赵 岗 朱忠明 王博林

出版发行: 中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号: ISBN 978 - 7 - 5177 - 0240 - 5

经 销 者: 各地新华书店

印 刷 者: 北京市密东印刷有限公司

开 本: 710mm × 1000mm 1/16

印 张: 29.25

字 数: 487 千字

版 次: 2015 年 1 月第 1 版

印 次: 2015 年 1 月第 1 次印刷

定 价: 65.00 元

联系电话: (010) 68990642 68990692

购书热线: (010) 68990682 68990686

网络订购: <http://zgfcbs.tmall.com/>

网购电话: (010) 68990639 88333349

本社网址: <http://www.developress.com.cn>

电子邮件: fazhanreader@163.com

版权所有·翻印必究

本社图书若有缺页、倒页, 请向发行部调换

在现代市场经济中，我国经济的改革发展已进入一个重要的转型机遇期，中国证券市场的发展也随之步入了一个新的阶段，因而对我国证券监管提出了更高的要求。本书在借鉴西方发达国家成熟证券市场监管经验的基础上，结合中国国情，深入探讨证券监管的现状与改革重点，提出并论证了九个创新点问题。

第一，采用多元化的经济学分析模型，采用量化分析手段，为证券监管奠定了理论基础。本书分别从新制度经济学、产业经济学中的规制经济学、行为经济学和法与金融学四个维度进行了定量分析。

第二，结合我国最新的监管理念，提炼出现阶段我国证券监管的四大目标和原则，并重点强调逆周期的监管方式。将“保护投资者，保证市场的公平、有效和透明，减少系统性风险，服务经济转型升级”确立为我国现阶段的证券监管理念。建立逆周期的监管方式，防范系统性风险。

第三，系统地构建中国证券监管的评价体系，并利用实证分析对指标体系的有效性进行检验。首先从理论上对证券监管的效率和监管能力进行定义，并结合我国证券市场的实际运行，从证券监管有效性、监管执法效率和投资者保护三方面进行评价。实证部分，主要结合我国证券市场的具体数据，使用统计方法进行分析：通过观测证券市场整体对监管当局举措的反应来验证证券监管是否有效；应用三维指标——事后处罚效率指标、查处有时性指标和执法威慑力指标对监管执法的效率进行度量；从股东权利、潜在侵

占、信息披露、内幕交易与市场操纵和内部治理五个大类设计指标，计算投资者保护评价指数，对投资者保障进行评价。通过多角度、多层次的评价指标，找到了我国证券监管所处的整体水平和不足之处。

第四，投资者保护制度整体的完善与升级——建立统一的金融投资者保护局，赋予其更大的独立性与权威性；完善投资回报引导机制，建立差异化强制分红触发机制并与再融资和退市机制进行衔接；建立中国特色的证券市场集团诉讼机制；设立知情人举报奖励机制，由于目前我国证券市场上存在的市场操纵、虚假陈述、特别是内幕交易等违规案件，而且由于罪行隐蔽，调查取证难度大，通过正常司法渠道很难获取相关线索。鉴于此，本书提出构建知情人举报奖励机制，遵从罚没分成原则，设立专门基金，辅以反报复机制以及相应执行制度以保障实施。

第五，引入宏观审慎监管，优化内外部权力配置。结合证券监管部门“从审核审批向监管执法转型”的最新理念，优化证监会与其他自律监管机构的权力配置体系，准确把握市场监管权、宏观调控权、资产管理权的界限，将证监会的工作重心集中到对具有强外部性、普遍性的市场失灵领域的监管，下放政府监管成本较高的领域的监管权，如将发行审核权、上市公司信息披露规则制定权、日常风险监控和特殊情况紧急处理的权力交付证券交易所。此外，提升证券业自律协会等相关组织的地位，建立政府监管与自律规范相结合的体系。

第六，结合我国具体国情构建环境倒逼机制，通过完善证券监管环境体系建设提高证券监管效率。从社会环境体系的角度出发，将政治、经济、文化环境中的外部压力内源化，为对监管内部机制的改良提供体系路径。从目前我国证券市场制度来看，政府行政力量干预过度而市场作用发挥的空间被大量挤占。政府主导性的制度安排与证券市场发展内在规律之间的冲突和摩擦，行政监管的政策决议存在的时滞，使我国证券市场只能根据新出现的问题不断进行亡羊补牢式的政策制定，严重破坏了政策的系统性、稳定性和连续性。因此，多维度的环境倒逼机制是从市场需求出发，由下而上的促进监管政策变迁，提高监管效率的重要手段。

第七，建立证券监管者的激励制度和约束机制。中国证监会及其各地的分支机构，是我国证券市场的主要监管主体，而他们的监管行为是通过具体的执行人来实施的。通过建立激励和约束机制，将抽象的权力和职责具体到个人，可以大大提高监管效率。因此，建立多层次的激励约束机制，使其涵盖薪酬激励与非薪酬激励两个范畴，以及内部约束与外部约束两个层面区别开来。

第八，扩展监管范围，创新监管理念，加强宏观审慎监管，防范系统性风险。首先，增加有关证券公司破产方面的制度供给。其次，建立上市公司影子银行风险监管及防范机制。

第九，结合我国金融业改革开放以及金融支持经济结构调整和转型升级的战略部署，监管权利适度下放，增强市场自身活力。

本书由赵岗博士、朱忠明教授提出基本框架并拟定大纲，由徐晓帆、谢绎芸、黄井炫、钱瑛、李亚东、常荣强、任红霞分别撰写初稿，徐晓帆、谢绎芸对全书进行了初修。各章具体撰写分工是：谢绎芸撰写第二章、第十四章，和黄井炫合写第一章；徐晓帆撰写第六章、第十六章；钱瑛撰写第七章、第九章；黄井炫撰写第八章、第十三章；常荣强撰写第四章、第十章；李亚东撰写第五章、第十一章、第十二章；任红霞撰写第三章、第十五章；全书的数学模型与图表由王兆桐统一修改核定。

本书前后几易其稿，先由王博林、徐晓帆、谢绎芸在赵岗博士、朱忠明教授指导下进行修改，后由王博林（美国纽约银河国际投资公司投资总监）对全书进行总纂和修改，补充新的资料和数据，并对部分结构进行了调整并定稿。

在写作过程中，中国人民大学证券研究所的教授和博士研究生同仁对本书的写作提出了宝贵意见，在此表示感谢！

编 者

2014年12月

第一章 中国证券监管	1
第一节 中国证券监管沿革	1
第二节 中国证券监管的现状	5
第二章 证券监管的经济学分析	27
第一节 新制度经济学角度的经济学分析	27
第二节 规制经济学角度的经济学分析	34
第三节 法与金融学角度的经济学分析	40
第四节 行为经济学角度的经济学分析	46
第三章 证券监管评价指标	54
第一节 国外典型评价体系	54
第二节 中国证券监管的评价体系	56
第四章 我国证券监管现状的评价	93
第一节 我国证券监管取得的成就	93
第二节 我国证券监管存在的问题	112
第五章 证券公司破产法律制度的完善	124
第一节 证券公司破产之基本理论	125

第二节	我国证券公司破产之现状	130
第三节	我国证券公司破产制度之完善	141
第六章	证券投资者保护基金制度的完善	150
第一节	证券投资者保护基金	150
第二节	我国证券投资者保护基金现状及存在的问题	153
第三节	我国证券投资者保护基金制度的完善	170
第七章	投资者回报引导机制的完善	177
第一节	我国上市公司股利分配存在的问题及原因探究	177
第二节	证监会对于上市公司分红政策的规管	181
第三节	差异化现金分红制度的理论分析	184
第八章	证券监管权力分配	197
第一节	国外证券监管权分配	197
第二节	我国证券监管权分配	203
第三节	证券监管的理论基础	207
第四节	证监会监管权分配框架	217
第九章	环境倒逼机制与证券监管社会环境体系建设	228
第一节	倒逼机制与证券监管社会环境体系	228
第二节	倒逼机制对证券监管的影响及作用机理	236
第三节	环境倒逼机制对提高证券监管效率的几点建议	246
第十章	证券监管者的激励约束机制	251
第一节	激励约束机制的经济学理论	251
第二节	证券监管者的监管博弈	256
第三节	证券监管者激励机制的设计	264
第四节	证券监管者约束机制的设计	275

第十一章	证券集团诉讼制度的构建	281
第一节	证券集团诉讼的理论分析	282
第二节	证券集团诉讼的比较法研究	292
第三节	我国证券集团诉讼之改革建议	301
第十二章	证券违法案件替代性纠纷解决机制的建立	311
第一节	我国证券违法案件 ADR 的有关探讨	312
第二节	证券执法举报奖励制度的建立	319
第三节	证券执法和解制度的构建	329
第十三章	上市公司影子银行业务监管	340
第一节	影子银行主要属性、涉及业务及国际监管	340
第二节	国内影子银行业务解读	348
第十四章	逆周期证券监管	363
第一节	证券监管的顺周期性	363
第二节	逆周期证券行业相关者分类分时监管政策	367
第十五章	并购基金助力上市公司转型升级的制度设计和引导机制	382
第一节	经济转型升级中的并购基金	382
第二节	并购基金的制度设计和引导机制	394
第三节	并购基金发展新模式	402
第十六章	我国证券交易所公司化及兼并收购的长期战略规划	406
第一节	会员制证券交易所	406
第二节	证券交易所的公司化及兼并收购浪潮	410
第三节	证券交易所制度变迁的动因	415
第四节	公司化引发的角色冲突与监管困境	425
第五节	中国证券交易所公司化的必要性	429
第六节	中国证券交易所公司化的路径选择	433
参考文献		445

第一节 中国证券监管沿革

在剖析中国证券市场监管制度的变迁之前先回顾一下中国整个宏观经济发展过程是十分必要的，因为证券业从无到有，经历的各个不同的发展阶段都是与整个宏观经济大环境配合的。在本节中，先介绍中国宏观经济背景的变迁，再分四个阶段阐述证券市场监管发展；在描述相关法律、行政法规、部门规章制度变迁的同时，还描述特定主题发布的有关证券发行的一些规定以及相关的权责划分。

一、宏观经济背景变迁

我国在建国初期实行的是高度集中的计划经济体制，一切都是在政府的领导下进行有计划的生产，几乎没有相关的金融市场为实体经济进行融资。在1978年改革开放之后，农村进行了以家庭联产承包责任制为中心的改革，而城市的经济改革也逐步展开，逐渐从计划经济过渡到政府宏观经济调控下的市场经济体制，证券市场逐渐建立。但中国经济改革最终从思想上得到解放的是1992年邓小平同志“南方谈话”。在邓小平同志南方谈话的精神指导下，1992年10月，党的“十四大”明确提出要进一步扩大股份制试点，积极培育包括债券、股票等有偿证券的金融市场。同年12月，政府发布《国务院关于加强证券市场宏观管理的通知》，允许各省、自治区、直辖市及计划单列市各选择一两家经批准的股份制企业公开发行股票。1993年3月，将建立社会主义市场经济体

制写入了《中华人民共和国宪法》。1993年11月，党的十四届三中全会提出，国企改革的方向是建立现代企业制度，进一步明确“股份制和股票市场是社会主义市场经济体制的重要内容”。根据以上背景，理论界人士认为，1994年之前的中国证券市场可以看成是我国股份制改革的一块“试验田”。1997年9月，中共“十五大”召开，充分肯定股份制和股票市场的重大意义，进而也为股票市场承担国企改革的主要任务提供了有力指导，开始建立集中监管体制。

自1997年之后，结合我国政治国情和经济发展情况，我国先后出台了《公司法》《证券法》，对金融企业与非金融企业的经营以法律的形式加以规范，成立证券监督委员会对证券行业进行集中监管。因时制宜、与时俱进，在2003年3月举行的十届全国人大一次和次年的二次会议上，数百名人大代表提出多项议案，建议尽快修改《公司法》。2004年7月5日，国务院法制办完成公司法修改草案的起草工作，并将征求意见稿下发到有关部门征求意见，根据2004年8月28日第十届全国人民代表大会常务委员会第十一次会议《关于修改〈中华人民共和国公司法〉的决定》第二次修正。2004年12月15日，国务院常务会议通过《中华人民共和国公司法（修订草案）》。2006年，我国的经济走势与世界经济运行出现共振，在政策的积极配合下，股票市场走上了一轮空前的大牛市行情，并延续到了2007年。2008年我国的证券市场在美国金融危机的影响下进入了调整之中，同时凸显出的是证券市场避险功能的缺失。2010年股指期货的推出和融资融券的试点，表明了管理层完善市场功能、提升市场质量的勇气和决心。2011年之后我国宏观经济有转暖的趋势，国家随之出台了一系列扶持高科技产业发展的措施，例如扩大新三板的试点、重启IPO等。

二、中国证券监管的四个阶段^①

1. 1981~1985年的无实体监管部门阶段

随着改革开放的步伐不断加快，城乡集体经济的发展和企业经营形式的出现，为了缓解资金紧缺，发展生产，一些小的集体企业自发的通过内部集资入股或者是公开招股的方式进行筹资，行为很不规范。在此阶段中，政府方面没有成立相应的监管部门对其进行监督，此阶段的发股多属于民间筹资的自发行

^① 以下四阶段证券监管体系变迁由中国证监会公布文件及其他相关文件整理所得。

为，但也是我国企业通过证券市场直接融资的原始形态。

1980年，中国人民银行抚顺支行代理企业发行股票280万元，这是改革开放以来的第一次股票发行。同年，成都市工业展销信托股份公司成为改革开放以来的第一家股份公司。1983年，深圳市宝安区联合投资公司在深圳公开发行股份证。1984年，经济体制改革重心从农村转向城市，在北京诞生了第一家由全民所有制企业改造的股份制企业——北京天桥百货股份公司。

在此阶段中，比较引人注意的证券发行规章是1984年8月10日由上海市人民政府批准实施的《关于发行股票的暂行管理办法》。

地方性政策的出台对规范企业以及证券市场的运作起到了十分关键的作用，这时的监管多由地方政府的一些部门兼任，没有实体监管部门，整个证券业发展水平低，运行效率及规范性都比较差。

2. 1986~1992年监管体系雏形阶段

1986年10月，身处改革开放前沿的深圳市制定了《深圳经济特区国营企业股份制试点的暂行规定》，为深圳的股票发行提供了一个较为稳定的制度环境。很明显，这一阶段的股票发行基本上处在由地方政府主导的低水平监管阶段。随后，国务院下发了《关于加强股票、债券管理的通知》，对可以发行股票的主体进行了规范，规定只有少数经过审批的集体所有制企业才能发行股票进行筹资。

1990年12月和1991年7月，上海证券交易所和深圳证券交易所分别成立，这标志着我国证券市场进入了一个崭新的阶段。1991年5月15日，经中国人民银行批准，深圳市人民政府颁布了《深圳市股票发行与交易管理暂行办法》，并于同年6月15日施行。1991年11月22日，中国人民银行发布《上海市人民币特种股票管理办法》，并随后发布了《上海市人民币特种股票管理办法实施细则》。1992年1月10日，《上海市人民币特种股票（B股）管理办法》正式公布，标志着上海B股市场的建立，境外股票市场也逐步开放。在此阶段，监管体系初见雏形，逐渐形成中央及地方政府、证券交易所的多头证券监管体系，政府开始有意识地进行证券市场的建设并制定相关的法律法规。

3. 1992~1998年初级集中性监管体制阶段

与世界其他国家不同，中国证券市场是在地方政府的大力支持下成立的。最初上海和深圳两个交易所掌握着发行审批的权力，这种局面自1992年10月

26日中国证监会成立之后开始改变，中国证券的发行监管权也开始缓慢向上集中，在国务院下面设立的证券委和证监会，开始承担起推动市场制度化的任务。

1993~1995年，中国实行“额度管理”。其主要做法是，国务院证券管理部门先确定总额度，然后根据各个省级行政区域和行业的需要分配总额度，再由省级政府或行业主管部门来选择和确定可以发行股票的企业（主要是国企）。为了扩大上市公司的规模，提高上市公司的质量，1996年新股发行改为“总量控制、限报家数”的指标管理办法。在此阶段，证券发行主要是审批制，证券监管的权利主要放在证监会。

4. 1998年开始的集中性监管体制定型阶段

审批制明显阻碍了资本市场的规范发展。1998年11月25日，中国证监会下发《关于停止发行公司职工股的通知》，决定自当日起股份有限公司发行股票一律不得发行公司职工股。1998年12月29日，九届全国人大常委会审议通过《中华人民共和国证券法》，并于1999年7月1日正式施行。《证券法》关于证券审核制度的规定掀开了证券发行从审批制到核准制的序幕。1999年7月1日实施的《证券法》对发行监管制度进行了改革，其第15条明确规定：“国务院证券管理机构依照法定条件负责核准股票发行申请。”2000年3月17日，中国证监会颁布了《股票发行核准程序》和《股票发行上市辅导暂行办法》。前者取消了新股发行中的指标分配和行政推荐的办法，规定今后企业上市不需要发行指标，由地方和国务院有关部门推荐，只要符合法律法规的要求，经省级政府或国务院有关部门同意，主承销商就可以向中国证监会推荐并报送材料。

在这过程中可以分为“通道制”阶段和“保荐人制度”阶段。核准制最初的实现形式是通道制。2001年3月29日，为配合股票发行核准制的推行，提高申请发行股票企业及申请文件的质量，在证监会指导下，中国证券业协会发布了《关于证券公司推荐发行申请有关工作方案的通知》，提出证券公司推荐企业发行股票实行证券公司“自行排队、限报家数”的方案（即“通道制”），推荐企业每核准一家即可再报一家；证券公司一次推荐的企业数量依据其上一年度的承销家数决定。2001年4月1日中国证券业协会发布《信誉主承销商考评试行办法》及《信誉主承销商信誉积分规则》。两项通知的核心内容是：连续4次副主承销后，经证监会批准，获取主承销商资格；2000年作为主承销商8次以上的券商，最高可获得8条通道，以下依次递减为6条、4条、2条。根据上

述规定，当时具备主承销商资格的券商合计拥有 300 多条通道，也就是说，在同一时间内全国所有券商只能向监管部门推荐 300 家企业发行股票。

为了在现有框架内最大限度地发挥核准制的作用，系统地提高中国上市公司质量，增强中介机构对于发行人的筛选把关和外部督导责任，促使中介机构能够把质量好、运作规范的公司推荐给证券市场，中国证监会引入了保荐代表人制度。2003 年 10 月 9 日中国证监会第 49 次主席办公会议审议通过了《证券发行上市保荐制度暂行办法》（2003 年 12 月 28 日公布），要求自 2004 年 2 月 1 日起施行保荐人制度。根据保荐人制度，保荐机构负责证券发行的主承销工作，依法对公开发行募集文件进行核查，向中国证监会出具保荐意见。保荐人制度试图通过连带责任机制把发行人质量和保荐人的利益直接挂钩，使其收益和承担的风险相对应。保荐人对于行业和公司价值判断的专业水平及工作作风，将对其保荐绩效和业务收益形成直接影响，并最终决定其在行业中的竞争力。如果保荐人督导不力，在保荐责任期间出现大股东、董事或者经理层对上市公司的利益侵占等严重的违法违规现象，保荐人将承担连带责任。

2005 年 10 月通过并于 2006 年 1 月 1 日实施的《证券法》第 7 条规定：“国务院证券监督管理机构依法对全国证券市场实行集中统一的监督管理。国务院证券监督管理机构根据需要可以设立派出机构，按照授权履行监督管理职责。”2011 年 8 月 15 日，上证所发布《上市公司现金分红指引（征求意见稿）》，鼓励上市公司分红。随着证券业不断发展成熟，证券监管当局不断制定相关法律法规保证证券行业的规范运行，在此基础上更加注意投资者保护多元化证券市场机制的功能。

第二节 中国证券监管的现状

一、中国证券市场

1. 中国证券市场取得的成就

中国证券市场从无到有、不断发展，截至 2013 年底，中国上市公司总数 2488 家，市值 24.768 万亿元，证券市场容量居世界第二；中国证券市场的承载能力不断提升，对国民经济和社会发展的影响也日益加深。随着市场经济体制

的逐步建立，中国资本市场得到了迅速的发展，市场规模不断扩大，制度不断完善，证券中介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。目前，中国有 2 家证券交易所（上海证券交易所和深圳证券交易所）、3 家商品期货交易所（大连商品交易所、上海期货交易所和郑州商品交易所）以及 1 家金融期货交易所（中国金融期货交易所）。中国致力于建立包括主板（含中小企业板）、创业板和证券公司代办股份转让系统在内的多层次证券市场交易系统。创业板市场已于 2009 年 10 月底正式推出。目前，主板市场、创业板市场、代办股份转让系统的市场交易机制不断完善。2013 年，中国证券市场发生了一些重大的变化，注册制在国内进行试点。在注册制下，发行人的权利自然取得，无需管理层的特别授权；监管以信息披露为核心，审核机构只进行形式审查，不进行实质判断，强调事后控制。在此改革预期下，中国股市的格局会发生深刻变化。这也在一定程度上解决了核准制的保荐利益寻租、PE 腐败等问题。

与此同时，中国证券市场的设计与运行逐渐与国际市场接轨，中国证券市场的表现与国际市场表现呈现一定的相关性，这是由于现今的世界是开放的世界，世界实体经济的联系也促使各国金融行业的联系不断紧密，牵一发而动全身。证券市场的联系使各国开始注意证券市场监管的国际化合作，中国也不例外。

随着《金融业发展和改革“十二五”规划》（以下简称《规划》）的发布，“十二五”期间我国证券业发展和改革的方向、重点工作等渐趋明朗，对资本市场改革提出了明确的要求。《规划》指出市场化改革的主要目的，就是要建立一种强有力的市场约束机制，这种市场约束机制要足以让发行人、证券中介、投资者在投融资决策、市场定价、交易行为、风险控制、风险管理等方面变得更加理性和稳健。

2. 中国证券市场存在的问题

中国证券市场在获得如此成绩的同时也存在不少问题。

第一，虽然中国证券市场不断发展，但与发达国家证券化率相比，中国 2013 年发行的证券市值 24.768 万亿元占 2013 年 GDP 总产出 56.885 万亿元的比重仅为 43%，其发挥的为实体经济融资的作用不是很强。并且，中国证券市场存在着严重的圈钱现象。上市公司通过 IPO 和再融资获得资金，大股东也通

过减持频频套现，使得中国股市成为上市公司的“提款机”。2011年，A股所有上市公司共计发生了2117宗高管减持事件，减持总股数达到了7.9亿股，涉及市值约126亿元。中国A股市场融资额居世界前列，但中国股市表现全球倒数第二。A股一级市场的特点是炒新，新股呈现出高发行价、高市盈率、高超募金额的“三高”态势。2011年A股上市发行282只新股，上市首日的平均涨幅为21.08%。而与之形成鲜明对比的是，上证综指、深证成指一年间的跌幅分别达到了21.7%和128.4%。据统计，股权分置改革新老划断后，2006年6月至2009年7月，按新股首日上市的收盘价计算，中小板收盘价市盈率平均约为70倍，主板收盘价市盈率平均约为57倍。新股发行的“三高”违背了市场规律，股票下跌的同时上市公司仍能盈利、高管照样分红，股票价格和公司盈利状况严重脱节，使得中国的中小投资者不仅经济上蒙受损失，在投资理念上也困惑苦恼。同时，新股热现象给拟上市公司提供了粉饰业绩的动力，从而不在企业经营和发展上下工夫，而把注意力集中于粉饰报表，这是对证券市场功能的异化和扭曲。

第二，证券交易流动性不足。流动性是指市场中存在大量的流通性强的金融工具，同时又有大量参加流通的主体。检验市场流动性通常可从交易量和成交价的关系入手，二者的关系越密切，流动性就越差。美国股市中二者变化的关系指数为0.01，而我国沪、深A股市场的关系指数分别为0.52和0.40，说明我国股市整体流动性是比较差的。股市流动性差，一方面与资本市场中介机构投资者参与不足有关，另一方面与国家股不能进行交易、法人股在STAQ和NETS市场交易微弱有很大关系。流动不足使股票价格扭曲，资本流动失去了动力和方向，资源配置功能受到抑制。

第三，上市企业分红水平过低。1990年初到2013年底，国内A股累计融资4.3万亿元，A股累计完成现金分红总额约1.8万亿元，中国上市公司中普通投资者的持股比例不超过30%，因此其分红不超过0.54万亿元，A股市场给予普通投资者的现金分红总额占融资总额的比率不足13%。来看另外一组数据，2005~2010年，实施现金分红的上市公司占有所有上市公司总数的比例分别为45%、50.22%、51.85%、52.35%、48.52%、59.10%。2011年度共有1613家上市公司提出现金分红方案，占全部上市公司数的65.49%，虽然比上年提高6.39个百分点，但距离发达市场仍有差距。另外，2008~2010年连续3