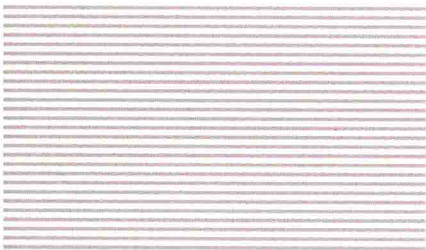
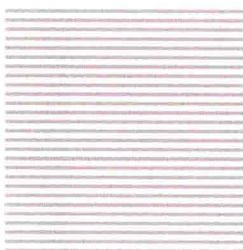


中国股市 回顾与展望：



2002~2013



成思危 李自然 等 著

中国股市 回顾与展望：

2002~2013

成思危 李自然 等 著

科学出版社

北 京

内 容 简 介

本书对中国股市近十几年的发展给出了一个客观的评价,并展望了市场未来的发展趋势。内容上涵盖了中国股市的主要热点问题,如发行制度、2006~2007年的股市泡沫、熊市的特征和机理刻画、机构投资者的发展状况和未来趋势、股指期货和融资融券、上市公司治理评价、创业板的发展和问题等。很多内容,如中国股市的风格板块和行业板块特征、股市综合质量评价体系等,还针对中国股市的特色问题提出了新的学术方法和学术思想。无论从方法上、思路,本书都能够对未来股市相关问题的研究起到重要的借鉴和参考作用。

本书面向的读者群体较为广泛,可供经济管理等相关专业的师生阅读,也可供对中国股市感兴趣的(包括基金、证券、期货、保险等金融机构)研究人员,以及证监会、交易所等监管部门参考。

图书在版编目(CIP)数据

中国股市回顾与展望. 2002~2013 / 成思危等著. --北京:科学出版社, 2014

ISBN 978-7-03-042739-7

I. ①中… II. ①成… III. ①股票市场—研究—中国—2002~2013 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 288789 号

责任编辑:马 跃 徐 倩 / 责任校对:黄江霞
责任印制:肖 兴 / 封面设计:无极书装

科学出版社出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

中国科学院印刷厂 印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

2015年3月第一版 开本:720×1000 1/16

2015年3月第一次印刷 印张:36

字数:680 000

定价:116.00元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

前 言

新中国的股票市场是在改革开放之后，于 1990 年年底在邓小平理论的指导下建立起来的。在中国这样一个长期实行计划经济体制的经济总量最大的发展中国家建立股票市场，不仅要有像邓小平那样的最高领导人的高瞻远瞩，还需要通过努力实践来克服各种困难，不断探索符合中国国情的发展道路。

我于 1996~2004 年兼任国家自然科学基金委员会管理科学部主任，曾于 2001~2002 年领导一批专家学者对中国股市的第一个 10 年（1990 年 12 月~2000 年 12 月）的发展进行过系统的分析研究。2001 年，我以全国人大常委会副委员长的身份率领全国人大常委会执法检查组对《中华人民共和国证券法》（简称《证券法》）的实施情况进行了检查，并向常委会做了报告。在上述工作的基础上，2003 年经济科学出版社出版了由我作为主编和第一作者的专著——《诊断与治疗：揭示中国的股票市场》，书中对 1991~2001 年中国股市的成绩和问题进行了比较详尽的分析研究，并提出了改进的建议。总的结论是，中国股市尚处在初级阶段，从宏观上看来进步不小，从微观上看来问题不少。可以说从此以后我就和中国股市结下了不解之缘，时常关注中国股市的发展变化，在股市低迷时尽量鼓舞信心，在股市高涨时再三警示风险。

中国股市在经历了 1999 年 5 月~2001 年 6 月的大牛市之后，市值不断下跌，到 2002 年年底，比 2000 年年底下跌了 20.3%（其中流通股市值下跌了 22.5%）。2003 年，针对中国股市重融资、轻投资等问题，我发表了《让股市恢复本色》一文，指出股市的本色是有效的投资及融资场所。股市的基础作用就是不仅为投资者提供直接投资的机会，也为企业提供直接融资的机会。一个成熟的股票市场是适度投机的市场，在投资行为与投机行为之间保持着动态的平衡，尽管在外部环境的影响下会产生波动，但通常可以保持比较稳健的运行，在发挥其促进经济发展作用的同时，还会给多数投资者带来比较满意的回报。此后我又陆

续发表了《进一步发展和完善我国股票市场》（2003年）、《积极稳妥推进我国多层次资本市场体系建设》（2004年）、《中国资本市场全流通之路》（2004年）、《建设中小企业板构建“中国的纳斯达克”》（2004年）、《最重要的是要下大力气提高上市公司质量》（2005年）、《努力促进证券市场健康发展》（2005年）、《中国股市要向本色回归才能真正有希望》（2006年）等一系列文章和访谈纪要，希望能通过改善中国股市来提高投资者的信心。我在2006年以前发表的主要文章和访谈纪要都收录在中国人民大学出版社2006年出版的《成思危论金融改革》一书中。

2006年下半年，中国股市在经历多年熊市之后，突然迅速飙升，其中固然有中国因素和奥运因素，但也有国内外资金大量涌入股市，进行短线炒作的因素。我在2006年12月初接受媒体采访时就提出了要警惕股市泡沫，12月29日，我又强调：“我国资本市场发展任重道远，还有许多深层次问题需要认真研究解决，决不可因为牛市的到来而盲目乐观，麻痹大意。对最近市场上一些过于乐观的看法，应当保持冷静的头脑，理性看待资本市场的财富功能，把握虚拟经济与实体经济的关系。”2007年1月，我在迪拜接受英国《金融时报》记者采访时曾说道：“在牛市中人们投资相对不理性，每个投资者都认为自己能赢，但许多人最终可能是输家，但这是他们自己的风险和他们自己的选择。”根据我们事后的研究，在2007年年初中国股市的泡沫含量已经在30%以上（详见本书第4、5章）。不幸的是，当时我的这些警示受到一些人的质疑和围攻，中国股市在“十年黄金大牛市”的鼓吹下迅速暴涨，终于在不到一年的时间内造成了暴跌，使许多投资者损失惨重。

我于2008年3月从全国人大退休后，担任中国科学院虚拟经济与数据科学研究中心主任，继续从事有关股市等虚拟经济方面的研究。据不完全统计，我在2002~2012年发表的有关中国股市的文章和访谈纪要将近60篇。我每年指导的两名博士生中有一些人对中国股市的某些问题进行过比较深入的研究。因此，我的门生弟子们都希望我能再牵头出版一本关于中国股市的专著，分析2002~2012年的中国股市，以回应国内外对近年来处于低迷状态的中国股市的关切。为此我于2012年第三季度拟定了全书的框架和各章作者的分工，并要求在一年内完成。在写作过程中我曾多次召集各章作者讨论，并请他们对有些章节进行了2~4次修改，以尽力保证书稿的质量。

本书共分为11章，除少数章节有国内外个别学者和专业人士参与外，大部分章节都由我的门生弟子们负责撰写。其中有关中国股市的分析评价，股市泡沫的测度，中国股市下行周期的机理、表现以及政策调整的建议，中国股市的风格板块和行业板块特征，股票市场综合质量评价体系的建立等内容，都反映了我们虚拟经济与数据科学研究中心近年来对中国股市的研究成果。

正如我们 10 年前出版的前一本专著一样，出版本书的目的在于将我们的研究成果公之于众，尽管仅是一家之言，但也许有可供读者参考之处。

最后需要说明的是，本书绝大部分章节中的数据都截至 2012 年年底，只有在我撰写的第 1 章中尽可能地将部分数据更新到 2013 年年底，以满足一些读者的需要。但是主要研究结果则只能以 2012 年年底以前的数据为基础，难以更新到 2013 年年底。

正如我于 2000 年 5 月 17 日在纳斯达克纽约时代广场新址启用仪式上的致辞中所指出：“股市属于虚拟经济，它总是波浪式前进，螺旋式上升的。”我相信，随着中国经济的不断增长、上市公司质量的改善、投资者素质的增强，以及监管水平的提高，中国股市必将在今后 10 年中取得较好和较快的发展。

成思危

2014 年 1 月 31 日于北京

目 录

第 1 章 中国股市的分析评价与发展前景	1
1.1 对中国股市的评价	1
1.2 影响中国股市发展的四个主要因素分析	21
1.3 中国股市的发展前景	34
参考文献	39
第 2 章 中国股市 10 年回顾	41
2.1 股市 10 年发展简要回顾	42
2.2 股市 10 年发展大事记	45
参考文献	67
第 3 章 中国 IPO 制度市场化变迁和信息披露监管	68
3.1 中国 IPO 制度市场化变迁历程	69
3.2 中国 IPO 制度市场化改革对定价效率影响的实证检验	81
3.3 中国 IPO 信息披露的监管	104
参考文献	117
附录	120
第 4 章 中国股市 2006~2007 年的“泡沫”及其破灭	122
4.1 背景介绍和逻辑线索	123
4.2 股市繁荣的宏观经济背景	124
4.3 股权分置改革：股市繁荣的制度基础和“泡沫”的温床	127
4.4 牛市前后的上市公司业绩周期特征	137
4.5 2006~2007 年中国股市估值及泡沫程度的测量	150
4.6 总结和展望	166
参考文献	167

第 5 章 中国股市熊市的形成机理、特征表现及调整政策建议	171
5.1 中国股市熊市周期的划分	171
5.2 中国股市熊市周期的“风险-收益”特征	175
5.3 中国股市熊市的“时间-空间”特征	184
5.4 中国股市调整期的主要问题和政策建议	199
5.5 本章小结	212
参考文献	213
附录	219
第 6 章 中国机构投资者发展的历史、现状和展望	220
6.1 各类型机构投资者概述	221
6.2 机构投资者的结构分析	262
6.3 机构投资者存在的问题：典型案例分析	268
6.4 中国机构投资者未来的发展趋势	278
参考文献	281
第 7 章 中国股市的风格板块和行业板块特征	283
7.1 中国股市风格板块特征研究	283
7.2 中国股市行业板块特征研究	298
7.3 行业指数编制细则及运行情况	363
7.4 本章小结	378
参考文献	378
第 8 章 股指期货与融资融券在中国的发展与问题	380
8.1 沪深 300 股指期货的发展与问题	380
8.2 融资融券在中国的发展与问题	409
8.3 股指期货与融资融券的关系	423
参考文献	425
第 9 章 中国上市公司治理评价研究	427
9.1 中国公司治理改革发展沿革	427
9.2 公司治理评价与治理指数	430
9.3 中国上市公司治理指数研发与构成	435
9.4 中国上市公司治理评价样本基本情况	437
9.5 中国上市公司治理总体分析	446
9.6 中国上市公司治理分维度分析	455
9.7 中国上市公司治理分板块分析	476
9.8 中国上市公司治理与财务绩效	481
9.9 结论与建议	487
参考文献	491

第 10 章 中国创业板市场的发展、问题和建议	493
10.1 中国创业板的发展情况	493
10.2 国际创业板市场比较分析	506
10.3 中国创业板的运行现状	512
10.4 中国创业板市场存在的不足及政策建议	520
参考文献	526
附录	527
第 11 章 中国股票市场综合质量评价体系研究	529
11.1 中国股票指数的缺陷及构建中国股市综合质量评价体系的必要性	530
11.2 综合质量评价体系的构建与表征变量的选择	536
11.3 各指标近 10 年的演变	538
11.4 中国股票市场综合质量的衡量	552
11.5 股票市场综合质量的国际比较	562
11.6 本章小结	564
参考文献	565

中国股市的分析评价与发展前景^{*}

对于中国股市的第一个 10 年(1991~2000 年),笔者曾经进行过详细的分析评价(成思危, 2003a; Cheng, 2009)。在本章中我们将着重对中国股市 2002 年以后的情况进行分析评价,并探讨中国股市的发展前景。

1.1 对中国股市的评价

1.1.1 宏观看来进步不小,微观看来问题不少

笔者在 2001 年 6 月领导《证券法》执法检查结束以后,向第九届全国人大常委会第二十二次会议做了一个报告,指出了中国股市的成绩和问题,提出了进一步贯彻实施《证券法》的几点建议。会后笔者曾对采访媒体说,我对中国股市的基本评价就是“宏观看来进步不小,微观看来问题不少”,到今天笔者认为这两句话还是适用的。

1. 中国股市的主要成绩

自从上海证券交易所与深圳证券交易所于 1990 年 12 月及 1991 年 6 月相继成立并开始发行 A 股之后,人民币特种股票(B 股)和境外上市外资股(如 H 股等)也相继于 1991 年和 1993 年开始发行。但由于处于发展初期的我国股市还很不完善,投资者、上市公司、证券公司和证监会等各个方面都缺乏经验,在发展的过程中也出现了不少波折。在股市多次暴涨暴跌现象的背后,隐藏着内幕交

* 作者简介:成思危,中国科学院虚拟经济与数据科学研究中心主任,中国科学院大学管理学院院长。

易、发布虚假信息、欺诈投资者、市场操纵、过度投机等一系列问题。

在 22 年之内，中国股市从无到有，从小到大，取得了显著的成效，市场规模和水平都有较大的提高。截至 2013 年年底，我国股票市价总值已达 239 077 亿元(其中流通市值为 199 580 亿元)，境内上市公司已达 2489 家，上海和深圳两地证券交易所投资者开户数共达 21 963 万多户。另外还有 1552 只证券投资基金，基金总规模达 29 307 亿元。

中国股市在将分散的社会资本集中并转化为大额的长期资本方面发挥了重要的作用，截至 2013 年 12 月底，我国股市境内外累计筹资总额达 5600 多亿元。其中境内上市公司累计筹资 4072 亿元(实际募集资金 4014 亿元)，境外上市公司筹资 1047 亿元(173 亿美元)，红筹股筹资 521 亿元(86 亿美元)。

在中国股市建立后，一大批国有企业发行上市，为推进传统产业升级换代开辟了直接融资渠道，降低了资产负债水平，加快了技术改革步伐和高新技术的推广应用，推动了产业结构和产品结构调整。更为重要的是，上市有力地促进了国有企业经营机制的转换，增强了企业活力，使上市公司按照现代企业制度的要求，初步建立了法人治理制度，加速了决策科学化、经营市场化、监督社会化和经营责任法律化的进程，在国有企业建立现代企业制度的改革实践中起到了先导和示范作用，为国民经济整体素质的提高奠定了基础。近 10 年来，有越来越多的非公有制企业在境内主板、中小企业板(简称中小板)、创业板和境外上市，改善了企业的经营管理，提高了企业的竞争和发展能力，有力地推动了我国非公有制经济的发展。

在 2002 年以后，中国股市在改革中不断前进，取得了以下几点进步。

1) 股权分置改革

我国上市公司的股份因投资主体不同而分为国有股、法人股和社会公众股。在 2005 年以前，出于防止国有资产流失、保持国家对关键行业及重点企业的控制地位，以及市场容量等方面的考虑，国有股和法人股还不允许上市交易，只有占总市值三分之一左右的社会公众股可以在股市上流通。

这种流通股与非流通股股权分置的后果不仅是人为地夸大了我国股市的规模，大大降低了股市的稳定性，使股市较易被“庄家”所操纵；更为严重的问题是会造成社会公众股的持有者与国有股和法人股持有者之间的利益不一致。由于国有股和法人股持有者的利益不能直接体现在股价上，故他们对股价的上升与下降通常持明显的投机态度。例如，他们为了能使其控股的上市公司高价配股，往往有意多披露利好消息(包括虚假信息)来刺激股价上升，甚至采取各种手段直接操纵股价上升。当股价下跌时，他们为了获取更多的社会资金，仍采取增发新股的方式增加股票的供应量，使得股价更加下跌。在上市地位仍是一种紧俏资源的情况下，即使公司严重亏损，在政府的支持和这些大股东的协调操作下，也可以方

便且低成本地实现资产重组。由于不少上市公司都是国有股一股独大，其管理层基本上不受投资者监督，股东大会形同虚设，致使发布虚假信息、内幕交易、欺诈、操纵市场等违法行为屡禁不止。非流通股的大量存在也造成了“同股不同值”的问题，即非流通股的价值远低于流通股，使股市难以保持公平。

但是解决这一问题不能简单地采取允许非流通股上市的办法，1999年11月29日，政府正式提出10家试点企业国有股配售试点方案，2001年6月12日，政府正式启动实施国有股减持方案，使同股不同值的矛盾骤然激化。在资金净流入量已呈减少趋势的情况下，大量的国有股进入股市，必然会导致股市走低，再加上投资者对国有股减持的定价有意见，纷纷抛售手中的股票，股市从2245.43的历史高点开始持续下跌，同年10月23日，国有股减持方案被暂停，2002年6月24日，政府决定停止国有股减持。

通过总结国有股减持的教训和认真的调查研究，2005年4月29日，中国证券监督管理委员会(简称中国证监会)颁布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，启动了股权分置改革的试点工作，同年9月，股权分置改革全面实施。这次改革采用的办法是由上市公司的非流通股股东向流通股股东支付对价(股票或股票加现金)，使上市公司中所有股份的持股成本达到相同，以取得非流通股进行流通的权利。而对价的确定则交给每一个上市公司自己去处理，但规定股改方案必须经过三分之二的流通股股东的同意及三分之二的全体股东的同意。

2005年6月10日，三一重工股权分置改革临时股东大会召开，三一重工股权分置改革方案(流通股股东可按每10股流通股划转3.5股并返回8元现金的标准获得支付的对价)以93.44%的高赞成率顺利通过，打响了我国股权分置改革的第一枪。自此，股权分置改革大规模展开，只用了一年多时间，就取得了决定性成果，到2013年6月18日，只剩下9家上市公司尚未完成股权分置改革。

股权分置改革的成功结束了上市公司两类股份、两种价格并存的历史，强化了上市公司各类股东的共同利益基础，稳定了市场预期，增强了投资者信心，促进了机构投资者队伍的壮大，为我国股市的发展创造了有利的条件。在各种利好因素的诱导下，上证综指从2005年7月11日1011.499点的最低收盘价一路攀升到2007年10月16日6092.057点的最高收盘价。遗憾的是，在这次股权分置改革中过分注重了流通股股东与非流通股股东之间的利益平衡，而对改善公司内部管理和强化法人治理制度重视不够，不少上市公司内部深层次的问题并未妥善解决。在股价节节上升的牛市中掩盖了一些上市公司质量低劣甚至造假的问题，终于导致了股市在2007年10月16日达到高峰之后的暴跌，给投资者造成了惨重的损失。

2) 融资融券的产生

做空是一种信用交易，包括买空和卖空，即投资者借入资金买入证券或借入

证券卖出，投资者只要向券商交纳一定数额的保证金，手中既无资金又无证券也可以进行交易。成熟的股票市场在交易机制上不仅可以做多，而且可以做空，不仅单只个股可以做空，而且股价指数也可以做空。由于我国 1998 年通过的《证券法》明确规定股票只能采取现货方式交易，禁止买空卖空行为，在 2005 年以前我国的股票交易机制仍是单边的做多机制，缺乏做空机制，成为“单边市”。

“单边市”会促使投资者过度投机和短期行为，使得市场陷入“做多”的投机氛围之中，也就是说只有推高股价，投资者才能从低买高卖中获利，一旦有利好消息就蜂拥而上，同时为避免风险而偏好短线交易，从而导致股市较大幅度地频繁波动。由于交易机制的单边性，投资者、证券公司、上市公司、监管部门和政府都希望股市多升少降，导致我国股票市场不论是个股还是股价指数，从长期看来都保持着上扬的态势。一旦股市持续下跌，大多数投资者就会被套住，或匆忙抛出而造成亏损，引发一系列的问题。由于在股市持续下跌时多数投资者难以有所作为，只能袖手旁观，也会减弱股市的“人气”。

“单边市”最大的问题是难以消除投资者的系统性风险。由于股市没有做空机制，又缺乏风险对冲工具，故投资者如果不退出股市，就难以规避系统性风险。当然，在股市中引入做空机制也会有利于投机者，但是从总体上权衡，引入做空机制将会增加市场的流动性，有利于在多空争夺而逐渐形成的平衡中，抑制过度投机及短期行为的倾向，保持股票市场的稳定运行，并促使投资者的理念转向价值型投资。

2005 年 10 月 27 日，第十届全国人大常委会第十八次会议审定通过新修订的《证券法》，规定证券公司可以为客户提供融资融券(securities margin trading)服务。2006 年 6 月 30 日，中国证监会发布了《证券公司融资融券试点管理办法》。但由于种种原因，直到 2010 年 1 月 8 日，国务院才原则上同意开设融资融券业务试点。2010 年 3 月 19 日，中国证监会公布融资融券首批 6 家试点券商，融资融券业务开始启动。根据中国证券金融股份有限公司的数据，到 2013 年 12 月 31 日，共有 84 家证券公司、4869 家营业部开展融资融券业务，融资融券标的证券数量为 713 只，共有 267 万个信用账户，融资融券业务余额为 3465.47 亿元，其中融资余额为 3435.06 亿元，融券余额为 30.41 亿元。转融通期末余额为 576.90 亿元，其中转融资期末余额为 574.71 亿元，转融券期末余额为 2.19 亿元。

3) 股指期货的推出

股指期货是股票价格指数期货(share price index futures, SPIF)的简称，是指以股价指数为标的物的标准化期货合约，双方约定在未来的某个特定日期，可以按照事先确定的股价指数的大小，进行标的指数的买卖。2005 年修订的《证券法》为股指期货的推出开放了绿灯。2006 年 9 月 8 日，中国金融期货交易所上海正式挂牌成立，但由于国际金融危机等，该所的沪深 300 股指期货于 2010 年 4

月16日才开始正式上市交易。三年多来,市场运行基本平稳,交投活跃,2013年全年市场总成交1.93亿手,总成交金额140.7万亿元,在全球股指期货交易量中排名第五。随着各类机构逐渐入市,持仓规模也稳步增长,期现货价格的相关性高达99.89%,收益率相关性也达到94.59%,市场风险控制良好,为投资者提供了有效的风险管理工具。

4) 中小板和创业板的开设

1998年3月,中国民主建国会中央委员会(简称民建中央)《关于加快发展我国风险投资事业的几点意见》被全国政协第九届第一次会议列为大会的“一号提案”,掀起了风险投资(venture capital, VC)的高潮,不少人主张迅速设立创业板,为风险投资提供退出渠道,但是由于当时条件并不成熟,再加上2001年美国网络股泡沫的破灭,政府决定暂缓设立创业板。

为了给成熟而绩优的中小企业提供上市融资的出路,笔者提出了一个建议:第一步,将一些符合条件的小盘科技企业组成科技板块到深圳证券交易所上市;第二步,研究如何降低门槛,支持更多的创新型企业上市;第三步,等到这个“板块”发展到一定程度,有了上百家企业,有了一定的规模,积累了一定的经验,就可以设立创业板(井华,2003)。2004年6月25日,中小板市场正式设立,首批8家中小板新股上市,这不仅是中国构筑多层次资本市场的一大举措,也为创业板的设立创造了条件。

中小板的成功推出为创业板的建设打下了良好基础。2009年10月30日,创业板正式推出。创业板诞生之后,便被喻为高成长企业的孵化器,市场也对其寄予了厚望,因此发展迅速。2013年10月30日,创业板迎来了它的4周岁生日,4年来日均换手率从11.10%降低到4.8%,交投趋于稳定。截至2013年9月30日,机构投资者持有创业板流通市值份额已经超过50%。到2013年12月31日,创业板共有355家上市公司,总股本762亿股,流通股本430亿股,总市值1.5万亿元,流通市值8219亿元,平均股价为19.82元,平均市盈率为55倍。一大批创新的中小企业得到资金支持而迅速发展,投资者也获得了相对较高的回报。

尽管中国创业板存在估值过高、鱼龙混杂(有些公司并非创新型企业)、一些公司滥用募集资金、有些高管匆忙套现离职,以及投资者利益保护不到位、上市公司的进入和退出机制不完善等问题,但作为一个仅有4年历史的新生事物,我们应当热情支持,严格要求,努力发挥创业板的“领航”效应,支持创新者创业,支持创新型企业发展,为风险投资提供退出渠道,为投资者带来合理的回报,并为创新型国家的建设做出贡献。

2. 中国股市的主要问题

尽管近10年来中国股市取得了不小的进步,但是也应看到,中国股市还存

在着以下主要问题。

1) IPO 违规造假问题频出，惩罚不力

过去 20 年里，中国股市 IPO(initial public offering, 即首次公开募股)制度经历了从审批制到核准制的转变，总的方向是朝市场化方向发展。前一个 10 年，也就是 2000 年之前，新股发行主要采用额度管理。全国股票发行总额度由中国证监会与原国家计划委员会(简称国家计委)共同制定，然后将总额度分配给各级地方政府和中央部委。在这一时期内，政府和监管部门负责上市资源的分配以及企业的审核，导致市场的定价规则要以政府和监管部门的信用为基础。2000 年 3 月 16 日，中国证监会发布了《股票发行核准程序》。2001 年 3 月 29 日，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》，对证券公司推荐企业发行股票实行“自行排队，限报家数”的规定。这些标志着中国 IPO 体制开始由审批制向核准制过渡。在核准制下，中央政府不再限制每年的发行额度和 IPO 的数量，证券公司获得了更多的自主定价权。这也使得市场定价的基础开始更多地依赖于证券公司的信誉和市场主体对企业基本面信息的主动发掘。

尽管过去 10 年里中国 IPO 制度在市场化改革方面取得了较大进步，但依然存在很多问题，突出地表现为信息披露违规比较严重，而欺诈上市的惩罚机制不健全。

(1) 欺诈上市的处罚力度过轻。2013 年 5 月，中国证监会对“创业板造假第一案”——万福生科涉嫌欺诈发行及相关中介机构违法违规案开出“史上最严厉罚单”。责令万福生科改正违法行为，给予警告，并处以 30 万元罚款；对董事长龚永福给予警告，并处以 30 万元罚款，同时对严平贵等其他 19 名高管给予警告，并分别处以 25 万元、10 万元、5 万元三个等次的罚款。但同香港证监会对洪良国际案件的处理相比，中国证监会的处罚明显地表现为力度不够。洪良国际于 2009 年 12 月 24 日在香港主板上市，因香港证监会指控其在招股说明书中存在重大的虚假或误导性数据，在挂牌 3 个月之后的 2010 年 3 月 30 日被停牌。作为洪良国际在香港证券交易所(简称港交所)上市的唯一账簿管理人、牵头经办人及保荐人的兆丰资本，因未履行保荐人的职责，被香港证监会撤销牌照，禁止再为机构融资提供意见，并处罚款 4200 万港元。香港证监会还提出，担任上市保荐人的银行或其他机构须对招股章程中的不实陈述承担刑事责任。

(2) 欺诈上市的民事赔偿机制缺失。在成熟的市场经济国家，让证券违法者最为胆颤的不是刑事诉讼或者行政处罚，而是由小股东提起民事诉讼，要求民事损害赔偿。中国的证券民事赔偿制度不利于投资者进行诉讼。从实体上说，状告造假的上市公司要有前提条件，即法院做出编制虚假报告罪的刑事判决书或证监会、财政部的行政处罚决定书。而现实的情况是，法院的此类判决很少，仅有几十家公司受到处罚。多数造假公司面临的直接后果是由交易所进行公开谴责，被谴责的公司很多，可投资者却无法起诉。即使立案后进入司法程序，因为此类案

件的特殊性,起诉的投资者面临的诉讼风险也很大。即使胜诉了,投资者也不可能得到全额赔偿,赔偿额能达到实际损失的40%~50%就已经不错了(梁书斌,2005)。

(3)欺诈上市的退市制度形同虚设。成熟的证券市场,通过欺诈实现上市的公司,一旦查处,将被强制退市。例如,在香港证券市场,涉嫌欺诈的洪良国际在停牌三年后,于2013年9月23日被港交所取消上市地位。香港证监会指出,洪良国际在2009年12月的招股说明书中存在重大的虚假或误导性数据。相比之下,同样涉嫌欺诈上市的绿大地,根据深圳证券交易所的退市制度,仍然不会被退市。

深圳证券交易所于2012年4月20日发布的《创业板股票上市规则》规定,因财务会计报告存在重要的前期差错或者虚假记载,对以前年度财务会计报告进行追溯调整,导致最近一年年末净资产为负暂停上市;因财务会计报告存在重要的前期差错或者虚假记载,对以前年度财务会计报告进行追溯调整,导致最近两年年末净资产为负终止上市。这种退市制度,对于造假上市者来说,形同虚设。新股的高价发行,带给上市公司很高的净资产值,在这种情况下,即便是追溯调整,其净资产也不可能成为负数。因此,即便是造假上市,也会因为公司净资产不是负数而逃避退市问题。例如,绿大地2007年12月发股上市,发行价每股16.49元,发行后每股净资产高达7.39元。虽然后来绿大地造假事件东窗事发,但2009年的每股净资产仍然还有3.67元。因此,根据创业板退市制度,绿大地仍然不会被退市。同样根据此规定,万福生科也不会触及终止上市的条件。

2) 虚假信息披露事件层出不穷

有关上市公司价值的信息对二级市场价格波动以及投资者在IPO、再融资、并购重组等投融资活动中的决策有着重要的影响。因而,各国证券法都规定及时、充分地披露可能影响投资者决策的相关信息是上市公司应当履行的义务,这也是保护投资者利益、实现证券市场规模发展的前提和基础。

然而,上市公司利益相关人往往可以利用虚假信息披露来实现规避监管标准(如包装上市、达到再融资资格、避免退市等)、配合二级市场股价炒作、便于大股东减持、影响并购定价等目标,破坏股市公开、公平、公正的投融资环境,造成其他利益相关人的损失。

我国上市公司信息披露质量一直不高。究其原因,一是在证券市场发展的早期,监管法规不健全,使得上市公司有机可乘或隐瞒重大事项;二是由于利益驱动,上市公司违反法律法规进行虚假信息披露,如银广夏事件、东方电子事件等。在2005年股权分置改革以后,我国上市公司虚假信息披露有了一些新的动向,值得关注。

(1)原非流通股股东操控上市公司虚假信息披露的动机增强。股权分置改革

后，非流通股股东逐渐获得了在二级市场减持股份的权利，因而二级市场股价变化对他们来说有着巨额利益。控股股东可以利用盈余管理、虚假合同、虚假并购重组信息等对股价施加重大影响。

(2)股权激励制度下，管理层存在造假动机。2005年上市公司MBO(management buy-out，即管理层回购)被叫停后，取而代之的是股权激励制度，这也作为当时股权分置改革的配套激励机制，近年来发展很快。上市公司管理层有通过盈余管理来左右股权激励的谈判以及影响二级市场股价的动机。

(3)并购重组中的信息披露质量堪忧。特别值得关注的一个问题是，很多创业板公司并购重组前后披露的信息质量不高，难于给投资者提供充分有效的信息支持。创业板上市公司的业务有很多涉及新兴产业，资产评估缺少公认的标准，投资者更加缺少有效的信息渠道和知识积累来理解交易资产的真实价值，因而这给上市公司操纵重组资产价格甚至二级市场价格带来了便利。同时，很多这样的重组还会伴随二级市场炒作，便利控股股东高价减持股份。这不仅损害二级市场投资者的利益，也影响控股股东致力于上市公司长远发展的动力。

此外，在2011年以后，由于宏观经济和上市公司整体业绩难以有大趋势性的增长机会，存量资金之间的博弈往往借助题材炒作这样一个平台。例如，金融改革题材炒作背景下，罗牛山股价在2012年出现了暴涨暴跌。

3)内幕交易屡禁不绝

内幕信息是指在证券交易活动中，涉及公司的经营、财务或者对该公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息。内幕交易，是指证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人，在内幕信息公开前，买卖该公司的证券，或者泄露该信息，或者建议他人买卖该证券的行为。内幕交易违反了证券市场“公开、公平、公正”的原则，严重影响到证券市场功能的发挥。《证券法》第76条明确禁止内幕交易行为。

从金融学理论讲，资产价格的波动可以抽象为一个信息驱动机制。如果把虚假信息披露看做信息源出现的问题，那么内幕交易便是信息传递过程中的违规问题。

中国股市内幕交易比较常见的几种模式有：上市公司高管或其亲属、朋友在公司披露重大事件(如并购重组等)之前，买入相关股票，等待信息披露、股价上涨后获利；上市公司为吸引机构投资者，通过机构调研、投资者交流会等方式有选择地优先将一些未公开信息提前泄露给机构投资者，便利他们在二级市场获利；上市公司为配合大股东并购重组、股份减持等资本运作，向市场披露倾向性的信息；证券从业人员天然有着进行内幕交易的便利，如有一些基金经理，在获得利好消息后，在其管理的基金建仓前买入目标证券，这也俗称“老鼠仓”。

个别政府官员参与内幕交易谋取私利，不仅严重扰乱了市场的秩序，也大大损害了政府的公信力。“公用科技”就是一个典型的案例。