武漢大學學報【哲学社会科学版】
WUHAN UNIVERSITY JOURNAL(Philosophy & Social Sciences)
第67卷 第5期 2014年9月
Vol. 67. No. 5 Sept. 2014. 099～105

股票发行“圈钱”困局之法理溯源
——基于资本市场全国试点期间地方与中央政府博弈的视角

吴国舫 袁 康

摘 要：我国资本市场上股票发行“圈钱”困局积弊已久，价值目标的失偏导致市场发展的方向和轨迹出现偏差，市场建设和监管执法未能真正遵循市场规律和法治精神，造成股票发行体制在“圈钱”的困局中越陷越深，至今困扰着资本市场的健康发展。资本市场体系层次的缺陷、现代企业制度建设的滞后以及上市资源的稀缺等原因造成的地方政府与中央政府的博弈格局是“圈钱”困局最根本的体制性因素。探寻“圈钱市”的破局之道，必须要以新股发行体制改革为龙头，以完善公司治理为抓手，以多层次资本市场建设为重点，以投资者保护为目标，构建和完善我国的资本市场法制。

关键词：股票发行；圈钱；公司治理；央地博弈

股票发行作为资本市场发展的源头，是发行人通过资本市场募集资金的主要方式，因其涉及利益大、影响范围广而受到市场的高度关注，发行监管也因此成为资本市场执法的重点与难点。2013年12月，证监会重新启动新股发行，并加快贯彻落实十八届三中全会关于“推进新股发行注册制改革”精神，大力推进资本市场市场化改革。然而改革伊始便遭遇了“奥赛康事件”，使得新股发行制度遭受到空前的非议，遇到了来自各方面的压力①。该事件不仅招致了各方面对于新股发行市场化改革的质疑，还再次引发了各方面对我国股票市场是“圈钱市”的热议。“改革是由问题倒逼而产生的”②，厘清问题，追根溯源，把准脉象，究其本质，是顺利推进改革的前提和基础。本文试图基于我国资本市场发展历史进程以及证券法理，以地方与中央政府的博弈为视角，对我国股票发行“圈钱”困局的形成、演进及其体制性成因进行溯源，为新股发行改革提供理论借鉴。

一、股票发行“圈钱”困局的由来与演进

发行股票被称为“圈钱”，最早是在资本市场全国试点初期的上市公司配股过程中出现的。一些上市公司在配股时，以国有股股东为代表的非流通股股东放弃配股，有的还通过转让配股权获利，形成了“同意配的不出资，出资者实际上不同意配”的矛盾（马庆泉，2003:155）。在1993－1996年股票发行实行“总量控制，额度管理”期间，企业普遍受制于首次公开发行新股（以下简称IPO）额度的限制，融资规模有限，上市后纷纷通过配股的方

①首次公开发行股票的奥赛康原股东减持套现，老股减持高达新股发行规模的近4倍，创下本批发行人的减持之最，被市场各方称为原股东“圈钱”之冠。参见人民网：《江苏奥赛康IPO紧急叫停，大股东狂套现被指圈钱》，http://js.people.com.cn/html/2014/01/10/281328.html，2014-02-26。

②《关于〈中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定〉的说明》。

式进行再融资,变相规避额度的管制,掀起了第一波再融资“圈钱潮”。后来,随着 IPO 规模的逐步扩大和上市公司增发新股制度的出台,新股融资的规模越来越大,对二级市场造成重大影响,广大投资者长期得不到合理的投资回报和收益,逐渐形成将所有新股发行均称为“圈钱”的舆论,我国股票市场是“圈钱市”的观点由此形成。

从“圈钱”这一说法的缘起可见,上市公司国有股股东是“圈钱”的始作俑者。为国有企业脱困筹集资金,推进现代企业制度建设,探索建立市场配置资源的新机制,是党中央和国务院决定恢复证券市场的主要目标。20 多年来的实践表明,这三大目标都不同程度地有所实现,只是第一个价值目标最终成为了中心目标,实现得也最为充分。从一定意义上讲,对第一个目标的过度重视以及对其他两个目标实现不足导致了整体价值目标格局的失衡和实现过程中的偏差。在当时“为国有企业脱困”的背景下,国有股股东代表地方政府的意志,因而事实上的“圈钱”主体是地方政府。而事实上,地方政府行政干预越多,作为上市公司的国有企业更容易陷入财务困境(袁淳,2010:68),从而又需要到资本市场融资,继而形成了“圈钱”的恶性循环。在证券交易所成立 10 年后,国务院制定了减持国有股补充社会保障资金的政策,将这一价值目标推向了新的阶段,广大投资者认为中央政府也加入到了“圈钱”的行列,引起的恐慌近乎酿成股灾。该政策被废止几年后,股改红利潮涌,将资本市场市值推向了历史的巅峰,却不幸突遭席卷全球的金融危机无情冲击,中央继而出台了大规模量化宽松政策以拯救危机,资本市场在短期内经历了大起大落,仿佛又恢复了股改前新股暂停发行与重新启动的循环。

2008 年全球性金融危机对我国经济社会发展的冲击,进一步凸显了金融风险过于集中在银行体系的危害,党中央先后将“显著提高直接融资比重”载入国民经济和社会发展“十二·五”规划和十八大报告,作为资本市场发展的战略目标。这一目标的核心在于通过资本市场的筹资功能,解决国家经济社会发展中阶段性的中心问题。资本市场正是在政府的主导下,循着政府的战略目标发展起来的。我国资本市场走出了一条独特的道路,也产生了特有的问题,致使股票发行体制长期陷入了迷茫的困境,面临着严峻的挑战。股改之后,尤其是创业板推出以来,新的上市公司绝大多数都是民营控股,新股发行的高价格、高市盈率和高额超募(市场通称“三高”)导致许多创业者一夜暴富,“圈钱”的主体由国有控股公司变成了民营控股公司,证监会 2013 年新股发行体制改革推出的老股转让政策进一步将“圈钱市”推向了极致,广大投资者认购新股的资金不再都是转化成上市公司的资本,而是变成了极少数人通过证监会的一纸批文迅速积聚的巨额财富。发行人及其转让老股的股东也在叫屈,认为受制于几年前预计的募集资金规模和申请上市交易的最低流通股比例下限,发行人少募集了资金,原股东被迫低价转让老股,自己的利益也受到损害。在“三高”未祛的情况下,改革衍生出的新问题,进一步触发、激化了长期累积的市场矛盾,证监会再次陷入了改革的困境之中。

资本市场是现代金融资源配置的核心市场,为投融资双方营造公平、高效、安全的交易环境,满足交易双方的需求,是其发展的根本目标。但是,从资本市场在全国试点以来,价值目标的失偏导致市场发展的方向和轨迹出现偏差,市场建设和监管执法未能真正遵循市场规律和法治精神,造成股票发行体制在“圈钱”的困局中越陷越深。“圈钱”困局,是在我国市场处于新兴加转轨时期的背景下多方面因素共同作用的结果。然而究其根本,还是在社会主义初级阶段的政治、经济体制下,地方政府参与资本市场分配全国资源而与中央政府形成的博弈格局所致。

二、资本市场体系层次的缺陷,导致地方政府与中央政府形成融资博弈困局

新中国建立以来,我们一直保持着政治单一制与经济联邦制并存的格局(钱颖一、B. R. Weingast,2003:23-48)。十一届三中全会启动的改革开放由农村推进到城市后,国有企业改革成为了全国改革的中心工作。当时,整个国有企业全面陷入了困境,国家财政补贴和国有银行信贷两种资金来源模式都难以为继,恢复和发展证券市场为国有企业解困和发展服务,成为了唯一的出路。但是证券市场在恢复初期具有一定的自发性,各地在分头进行自主摸索的过程中出现了不少问题。朱镕基同志认为:“有的地方自

行批准发行股票、债券融资，避开中央的金融宏观调控，搞重复建设；有的地方盲目推广内部职工股票，用高利息集资，最后把股票推到社会上去，将来危害很大。”（朱镕基，2011：267-268）1992 年深圳“8·10”事件成为了证券市场试点风险的引爆点，也成为了中央介入规范和监管的契合点，由此中央改变了证券市场自下而上的自然演进路径，而调整为中央政府主导的自上而下集中统一的发展道路，最终形成了与资本主义国家迥异的“倒金字塔”形的市场体系①。这一时期，中央及时建立全国集中统一的试点市场和监管体制，经过对全国证券交易场所的清理和规范，只保留了上海和深圳两家证券交易所，关闭了各个低层级的柜台市场、区域性股权交易市场、法人股市场，自发形成的股权融资方式基本上禁止了，仅保留了公开发行新股并且到交易所上市这唯一的道路。在这种“独木桥”格局下，地方政府与中央政府的博弈关系就此形成。

地方政府在推动本地企业在资本市场融资上有很大的积极性：本地企业融资额高将有利于企业和地方经济的发展，而本地企业在资本市场中募集资金额占全国的比例过低，将可能减少本地资本的集聚，甚至出现本地资金外流成为其他地方的资源，影响本地经济发展的后劲和 GDP 在全国的排名。地方政府通过提高参加试点的申请企业的每股收益，让每家申请企业实现募集资金的最大化，最大限度地利用好中央分配的新股发行额度，也就实现了辖区参与全国资金分配的利益最大化。

低层次市场的缺失，自下而上的市场自然发展进程的中断，导致众多企业一齐挤上 IPO 融资“独木桥”。在 1993－1996 年，实行“总量控制，额度管理”的股票发行政策。各省市自治区和各部委为了多安排一些公司上市，优先支持了一些小盘股公司上市。在试点阶段“额度管理”的股票发行体制下，为了实现计划额度效用的最大化，地方政府（部委）被迫“削足适履”，将企业的资产和业务进行分割、瘦身；粉饰业绩，将整个企业的利润进行归集、聚合并包装上市（王林，2011：64）。同期，新股发行价格实行行政审批制，证监会总体上采取了相对统一、固定的市盈率定价的方式，在中央分配的确定额度下，每股净利润越多则募集资金越多。1997 年，为了鼓励国有大中型企业上市，将股票发行政策从“额度管理”调整为“总量控制，限报家数”，但是，在申请企业自身规模一定的情况，通过限制增发流通股的比例上限和新股定价，同样控制了融资金额。因此，申请企业沿续了包装上市的做法，通过对收入、成本、费用等各项财务指标的调节，最大限度地增加净利润，从而实现募集资金数额的最大化。如此上市的公司，其持续盈利能力显然难以为继，出现“一年盈利、二年持平、三年巨亏”现象，成为该时期上市公司的一种必然。在“限报家数”阶段，没有了中央政府分配额度对发行规模的限制，地方政府无须再一味地将额度化整为零进行分割“普惠”，而是更加愿意将大型企业改制上市，甚至出现以东北高速为典型特点的“捆绑”上市②，实现最大的投入产出率。因此，自试点以来，地方政府一直都支持申请企业编制最好的利润表，至于其财务会计是否规范合法，企业是否规范经营、照章纳税、保护环境等，都被放到了次要位置，更不用说为全国各地的中小股东权益提供保护。

后来，无论是在“通道制”还是“保荐制”的发行体制下，地方政府基本上沿续了这一定势。近年来，国有企业改制上市的高峰期过后，为了鼓励、支持民营企业到资本市场参与分配全国的资金，地方政府普遍对改制申请上市的企业实行奖励，有的还将上市家数、融资金额列为政绩考核指标。从一定意义上讲，到资本市场“圈钱”的不仅是企业，还有地方政府，对于国有企业而言，企业“圈钱”基本上等同于政府“圈钱”。长期以来，证监会对“圈钱”的管制，实质上就是代表中央政府与地方政府的博弈，在保护投资者合法权益与维护企业融资效率之间寻求平衡。

三、现代企业制度建设的滞后，导致地方政府与中央政府形成上市公司治理的博弈困局

由于现代企业制度建设的滞后，试点阶段上市公司的公司治理普遍存在“形似而神不至”的问题，以

①参见祁斌：《中国资本市场应走向正金字塔结构》，载《证券时报网》，2013 年 11 月 30 日 A2 版。

②东北高速由黑龙江与吉林两省境内的高速公路业务“捆绑”上市，公司来自两省辖区的经营收益与两省在公司所享有的股东权益不匹配，公司治理中两省也不协调，由此产生难以调和的矛盾，最终于 2010 年分立为龙江交通和吉林高速两家上市公司，开创了我国上市公司分立的先河。

国有企业为代表的上市公司往往被地方政府所控制,公司治理结构形同虚设,导致上市公司往往被地方利益俘获,牺牲公众投资者的利益超额募集资金并违规使用的现象屡见不鲜,这与中央政府建设公平、公正、公开的证券市场的目标背道而驰。地方政府与中央政府在上市公司治理上的博弈格局由此形成。

试点期间上市的国有企业基本上是先上市后完善公司治理,甚至有相当多的企业上市后公司治理结构仍不健全,公司的法人财产权不被尊重,独立性得不到保护。在国企产权不明晰的情况下,"党管干部"、"行政命令"在某种程度上替代了公司治理(马连福、曹春芳,2011:127)。不少地方政府受传统思维影响,认为国有企业发行上市所融来的资金是中央政府计划分配所得,是政府集中资源争取来的,其投资使用应当服从并服务于当地经济、社会的发展,听从政府的统筹安排,而且在上市的国有企业在资本市场募集的资金是无须偿还的免费资金,远比银行贷款、发行债券划算。在管理体制上,上市公司依然被视为政府的下属单位,其董事长、经理等核心管理人员仍然由政府提名,甚至直接任命。董事会、股东大会的决议仅仅是应付监管部门要求的走过场,是形式上的民主而已。上市公司因为发行股票融资而资金充裕、效益改善、福利改进时,政府、大股东需要平衡上市公司内外职工的福利待遇差距,弥补因包装上市将关联方利润转移至上市公司而导致的不公平,以及希望发挥上市公司的龙头作用带动本地企业的整体发展、履行企业的社会责任等,因而,挤占挪用、收购兼并、关联交易、同业竞争等各种方式在地方政府的主导和支持下悉数上演,政府部门参与、董事高管配合侵占上市公司资产,众人分食"唐僧肉"成为常态,公众投资者的利益受到严重的损害。

在现代企业制度不健全,企业缺乏有效治理的情况下,通过包装上市"圈钱"融资,上市公司募集资金量往往超过了企业发展的正常需要,也超过了企业的经营管理能力。超额募集资金所带来的消极影响在体制机制不健全的情况下展露无遗(夏芸、徐欣,2013:35),而公司治理结构的不完善导致代理成本高昂,由此形成的上市公司内部人控制、高级管理人员的道德风险等问题比较严重。在权责利不完全对等的体制下,国有控股上市公司的管理人员多持"中庸"的经营理念。一部分富有进取精神或者升迁有望的管理人员努力提高公司持续盈利能力,追求股东利益最大化,或者短期效益的最优化;一部分丧失道德底线或者私欲膨胀的管理人员监守自盗,追求自身利益最大化;大多数管理人员主要围绕政府确立的原则和目标经营,不追求最佳业绩,担心枪打出头鸟,也避免业绩过差,防止被撤换,甚至年度报表采取预先设计的倒填报方式,依靠募集资金,保持平稳经营,维持上市地位。

证监会在规范上市公司治理中与地方政府、国有资产管理部门的矛盾,表现为我国条块分割的管理体制下,监管部门与主管部门的管理体制冲突。矛盾的焦点集中于人的管理,即对核心管理人员的选任、监督和奖惩。国有企业所有权方面固有的双重代理体制和推行"两权分离"建立起来的厂长(经理)负责制,严重阻碍了现代企业制度的建设(钱津,2010:45)。国有企业通过改制上市实现了股权融资,摆脱了资本缺乏的困境,从一定程度上也推进了现代企业制度建设,公司治理水平得到提高,促进了公司的发展。但是离规范的上市公司治理和运行标准,还有巨大的差距。证监会作为资本市场监管部门,不得不承担起规范与发展公司治理的职能。首先,证监会组织上市公司董事、监事和高级管理人员(以下简称核心管理人员)进行培训,提高其职责意识和履职能力,促进提高公司治理水平,改善公司质量,对发行主体进行补课。其次,证监会建立了拟上市公司的改制辅导制度,发挥中介机构对申请企业的事先培训和教育功能,将提高上市公司质量的工作提到准入前。再次,证监会制定了章程指引、股东大会规则、治理准则、独立董事制度,规范公司的组织,改善公司治理。同时,证监会还制定关联交易、关联担保、同业竞争、信息披露等规则,推动确立侵占上市公司资产罪,以进一步规范上市公司的行为。证监会在完善上市公司治理中的努力,既是为作为资本市场核心主体的上市公司补课、助其强身健体,也是在引领和推进市场经济体制建设、促进市场机制的建立,更重要的是帮助各参与方转变思想,树立市场经济的观念,培育法治和诚信的意识。

随着国有企业改制上市潮流的逐渐退去,民营企业成为了上市主力,证监会在推进上市公司治理方面的主要矛盾不再是政府之间的矛盾,而是进一步显露出了矛盾的本质属性,回归为大股东同中小股东的矛盾,也就是公司治理本身的问题。但是,早先形成的证监会与上市公司大股东背后的政府博弈格局

遗留下来，时过境迁之后，大多中小投资者依然没有养成依法维护自身权益的意识和能力，相关的司法制度仍然未建立健全，证监会依然被留在这个困局里。

四、上市资源的稀缺性，导致地方政府与中央政府形成上市公司退市的博弈困局

一般而言，上市公司都是同行业相对领先的企业，要么在上市前就是从行业佼佼者中选出来的，要么通过融资上市发展成为了行业优势企业，往往也是所在地的龙头企业、就业大户、利税金主，或者产业龙头，甚至是当地的名片。无论是国有控股，还是民营控股的上市公司，让其退市，对地方政府而言有百害而无一利。因此，地方政府对于上市公司退市往往采取消极应付的态度。另外，长期以来的 IPO 的高难度使得并购重组日益活跃，借壳上市相对 IPO 的低门槛和近年来逐渐提高的审核效率，激活了“壳”资源的价值。在先取消地方政府的新股发行初审权，再实行证券监管部门的垂直管理体制后，地方政府没有了明确的证券监管职责，申报企业应证监会的要求所上报的省级地方政府意见，基本上流于形式。地方政府需要资本市场为本地企业融资服务，但是不愿意承担本地上市公司退市的相关损失、责任和风险。证监会推行的优胜劣汰市场约束机制得不到地方政府的支持与配合而很难有效执行，致使“僵尸股”、“不死鸟”盛行，炒差、炒壳、炒重组成风。证监会与地方政府在退市问题上的博弈困局，既是法定职责、监管体制所导致，更是目标分歧使然。

资本市场试点阶段，为国有企业解困服务的价值目标决定了国有企业是改制上市的主流，无论是“额度管理”还是“限报家数”，都是由政府选择推荐，国有企业势必受到优先照顾。即便实行“通道管理”、“保荐制度”后，证券公司按照融资金额比例收费的模式，也使其优先选择规模更大的企业，符合其推荐条件的仍然是国有企业居多。直到现在，证券法和证监会依然为国有企业尤其是央企改制上市设定了特殊通道①。随着国有金融机构和大型央企改制上市接近尾声，中小板和创业板先后推出，逐步降低发行上市门槛，民营企业才逐渐取代国有企业成为改制上市的主力军。在资本市场 20 多年的发展历史上，国有控股的上市公司在相当长的时期里占多数。伴随着资本市场的发展史，监管部门一直在对申报企业进行各种形式的数量控制，这种控制一直延续到现在。“额度管理”阶段自不必说，在 2001 年证监会宣布取消审批制，实行核准制后，本质上仍然保留了准入数量控制的模式，“通道管理”只是将“限报家数”的主体由政府变成了证券公司，“保荐制度”也只是将对证券公司申报“通道”的数量控制进一步转化成了其内部“保荐代表人”的数量控制。随着保荐代表人的增多和对保荐代表人签字的申报家数管制的放宽，就整个市场总体而言，证券公司推荐的出口不存在控制问题了，但是随着申请公开发行并上市的公司日益增多，证监会审核力量和效率的制约又成为了新的变相控制，IPO“堰塞湖”由此而生。准入的管制，导致上市难、上市贵，形成了上市资源的稀缺状态。

国有控股上市公司早期固有的公司治理缺陷和其法人财产权独立性的缺失，注定了其发展之路不平坦，当遇到行业周期低谷，或者重大决策失误经营管理不善，或者承担政府安排的包袱，或者核心管理人员以及政府的决策失误，许多具有国有企业背景的上市公司出现了连续亏损或者重大违法行为，上市地位难以维系，沦为 ST 一族。上市资源的稀缺性，让政府或者大股东以及核心管理人员又可以通过“卖壳”谋取最后的利益。个别利用国有控股上市公司并购重组攫取内幕交易不法收益的决策者、操盘者被送进了监狱②，给中小投资者留下的往往是一地鸡毛。在国有控股上市公司这种程式化的“圈—占—卖”三步曲中，中小股东一直沦为鱼肉的对象，只能“用脚投票”。在这个过程中，地方政府与中央政府的博弈贯穿始终，中小公众股东利益得不到有效保护，对证券市场“圈钱市”的诟病也长期存在。

---

①根据《证券法》第 13 条的授权和证监会《首次公开发行股票并上市管理办法》第 9 条的规定，股份公司持续经营未及 3 年的，经国务院批准仍然可以申请发行上市，部分央企就是利用这一特殊通道优先发行上市，无须经过 IPO 排队。

②中山市的前市长李启红、南京市的前国资委主任刘宝春因内幕交易被判处刑罚。

五、余论:探寻“圈钱市”的破局之道

股票发行“圈钱”困局的存在,会侵害投资者的合法权益,打击市场信心,不利于资本市场健康有序发展。在全面深化改革的新时期,必须通过体制机制的创新和完善,提高资本市场治理能力,打破股票发行的“圈钱”困局。这既是证监会履行“两维护一促进”①的法定职责的内在使命,也是实现资本市场健康发展的必然要求。尽管随着市场经济体制的不断健全和完善,资本市场试点时期所存在的诸多问题以及地方与中央政府博弈格局正在逐步得以解决,然而站在新股发行体制改革的关键时期,总结证券市场发展早期的教训,为当前改革提供历史经验,仍然具有重要的现实意义。因此探寻“圈钱市”的破局之道,必须要消除资本市场发展过程中导致地方与中央政府博弈格局的体制性因素,并在此基础上,以新股发行体制改革为龙头,以完善公司治理为抓手,以多层次资本市场建设为重点,以投资者保护为目标,构建和完善我国的资本市场法制。

首先,要稳步推进新股发行注册制改革,进一步推进以信息披露为中心的发行制度建设,逐步淡化监管机构对拟上市公司盈利能力的判断,落实发行人、各中介机构独立的主体责任,全过程、多角度提升信息披露质量。新股发行的注册制改革,将证监会审查的内容限定在信息披露是否真实的监管上,而对于发行人的盈利能力和发行价格、发行时间等都由市场决定,使得将监管部门的行政干预归位于市场监管(冯果、袁康,2014:69)。通过发挥市场机制在上市资源配置上的决定性作用,解决因行政干预导致的上市资源稀缺的问题,在充分信息披露的基础上保障投资者对上市公司的有效选择,破除股票发行“圈钱”的体制性障碍。

其次,要进一步完善公司治理,建立有效的上市公司内部控制,完善现代企业制度,减少地方政府和大股东对于上市公司不正当的干预。对此,一方面要引入和培育机构投资者,引导其积极参与公司治理,对公司内部人控制形成制约,抑制上市公司在市场上超额募集资金并随意变更所募资金的用途。另一方面,要进一步优化公司内部治理,强化独立董事在董事会中的职责,确保独立董事基于独立地位发表独立意见这一预期功能的实现(蒋大兴,2003:42)。通过完善公司治理,使得上市公司的融资决策更加符合公司利益而不是大股东或地方政府的利益,切断大股东在资本市场“圈钱”套利的路径。

再次,要推动多层次资本市场的建设,实现多元化的资本市场融资渠道。由于我国证券法制对企业公开发行并上市设置了较高的门槛,中小企业通过资本市场募集资金上市的通道有限,当前我国的资本市场法制建设应该立足于拓展市场层次,确认和规范便利各类企业融资的多层次资本市场的发展,要完善相关制度,培育和规范新三板市场、区域性股权交易市场和柜台交易市场,在确保市场交易透明有序和完善投资者保护的基础上吸引资金集聚,保障各类企业顺利募集资金,从资本市场结构上改变众多企业都去挤 IPO“独木桥”的状况。当融资途径多元化之后,上市公司通过 IPO“圈钱”的风险大过收益,从而抑制“圈钱”行为的泛滥。

最后,要加强投资者保护,将投资者保护作为新股发行体制改革乃至整个资本市场法制完善的重要目标。投资者是资本市场发展的基石,投资者受到有效保护是资本市场发展和繁荣的前提。单纯强调“买者自负”在当前投资者与上市公司能力失衡的格局下并不完全适用,而是应当一方面通过制度设计对投资者进行倾斜性保护,通过投资者教育和充分风险揭示以提高投资者的能力;另一方面要通过完善投资者利益救济机制,畅通投资者利益损害的救济渠道(胡改蓉,2007:52)。当投资者利益受到有效保护,利用发行股票在证券市场圈钱的行为将受到严格的制度约束,当投资者因利益受损而寻求救济时,“圈钱”的上市公司将面临较高的违法成本,由此可以实现对“圈钱”行为的抑制。

股票发行“圈钱”困局积弊甚久。当从我国资本市场发展的历史脉络来检视并追溯“圈钱”困局的法理源头时,我们发现在地方与中央政府博弈格局下形成的体制性障碍不仅造成了试点时期的诸多问题,

①“两维护一促进”是对证监会职责的概括,是指维护投资者尤其是中小投资者的合法权益,维护资本市场秩序和社会公共利益,促进资本市场健康发展。

而且至今仍然值得我们省思。资本市场的发展完善不是一日之功，完全破除股票发行“圈钱”困局也不能一蹴而就。而未来新股发行体制改革以及资本市场法制完善，也必须适时回望，从历史中认清现状，面向未来。

参考文献：

[1] 胡改蓉(2007).证券纠纷解决机制多元化的构建.华东政法大学学报，3.
[2] 蒋大兴(2003).独立董事：在传统框架中行动？超越公司治理结构改革的异向思维.法学评论，2.
[3] 冯 果、袁 康(2014).走向金融深化与金融包容——全面深化改革背景下金融法的使命自觉与制度回应.法学评论，2.
[4] 马连福、曹春芳(2011).制度环境、地方政府干预、公司治理与 IPO 募集资金投向变更.管理世界，5.
[5] 马庆泉(2003).中国证券史(1978－1988).北京：中信出版社.
[6] 钱 津(2010).30 年：国有企业改革思想的变迁.河北经贸大学学报，2.
[7] 钱颖一、B. R. Weingast(2003).现代经济学与中国经济改革.北京：中国人民大学出版社.
[8] 王 林(2011).我国股票发行制度变迁及若干思考.经济理论与经济管理，3.
[9] 夏 芸、徐 欣(2013).IPO 超额融资、产权与企业投资行为——来自中国证券市场的研究.山西财经大学学报，2.
[10] 袁 淳(2010).国有产权、政府干预与财务困境成本.证券市场导报，2.
[11] 张 军、周黎安(2008).为增长而竞争：中国增长的政治经济学.上海：上海人民出版社.
[12] 朱镕基(2011).朱镕基讲话实录(第一卷).北京：人民出版社.

Legal Source of the IPO Misappropriating Dilemma

Wu Guofang (Doctoral Candidate, Wuhan University)
Yuan Kang (Doctoral Candidate, Wuhan University)

Abstract: The dilemma of misappropriating in the capital market of China has come into being for a long time. The partial loss of value target has result in the off-track of the market development. The market construction and regulatory enforcement did not really follow the market rules and the rule of law, causing the IPO system stuck in the misappropriating trap. The fundamental factor of this dilemma is the game pattern between central and local government caused by the failure of the multi-layer capital market, the backward of the corporate governance and the scarcity of resources. For eliminating the misappropriating dilemma, we must base on the IPO reform, improve corporate governance, develop the multi-layer capital market and enhance investor protection, optimize the legal system of the capital market in China.

Key words: IPO; misappropriating dilemma; corporate governance; game between central and local government

■**作者简介**：吴国舫，武汉大学法学院博士生；湖北 武汉 430072。
袁 康，武汉大学法学院博士生。Email：yuankang@whu.edu.cn。
■**基金项目**：教育部人文社科青年基金项目(13YJC820004)
■**责任编辑**：李 媛