

(2009)

中国证券市场发展 前沿问题研究

中国证券业协会 编



中国财政经济出版社

中国证券市场发展 前沿问题研究

(2009)

中国证券业协会 编

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国证券市场发展前沿问题研究. 2009/中国证券业协会编. —北京: 中国财政经济出版社, 2010. 5

ISBN 978 - 7 - 5095 - 2180 - 9

I. 中… II. 中… III. 证券交易 - 资本市场 - 研究 - 中国 - 2009
IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 065189 号

责任编辑: 付克华

责任校对: 王 英

封面设计: 郁 佳

版式设计: 王 荣

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: 100142

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 × 1092 毫米 16 开 40.75 印张 852 000 字

2010 年 5 月第 1 版 2010 年 5 月北京第 1 次印刷

定价: 85.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 2180 - 9/F · 1728

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

中国证券市场发展前沿问题研究

(2009)

编 委 会

主 编：黄湘平

副 主 编：陈自强 杨晓武 邓映翎

编 委：俞白桦 周阿满 钟蓉萨

执行编委：潘志坚 王晓国

中国证券业协会 2009 年度科研课题研究成果

评审专家委员会

主 任：

黄湘平 中国证券业协会

会长

副主任：

陈自强 中国证券业协会

副会长兼秘书长

钟蓉萨 中国证券业协会

副秘书长

(以下排名不分先后顺序)

一、初评专家 (共 21 人)

赵山忠	中国证监会机构部综合处	处长
杨 烈	中国证监会机构部二处	处长
李宇白	中国证监会机构部三处	副处长
李至斌	中国证监会风险办综合处	处长
洪 磊	中国证监会基金监管部	副主任
汤进喜	中国证监会基金部一处	处长
林海中	中国证监会基金部五处	处长
朱树山	中国证监会市场部统计评价处	处长
高 莉	中国证监会上市监管部综合处	副处长
孙念瑞	中国证监会协调部综合处	处长
胡汝银	上海证券交易所研究中心	主任
林勇峰	上海证券交易所公司管理部	副总监
金立杨	深圳证券交易所综合研究所	所长
文 华	深圳证券交易所投资者教育办公室	副主任
何诚颖	国信证券股份有限公司	总裁助理

陈晓升	申银万国证券研究所有限公司	总经理
夏杰长	中国社科院财政与贸易经济研究所	主任
邹民生	上海证券报	首席编辑
潘志坚	中国证券业协会发展战略工作委员会	主任
袁 熙	中国证券业协会投资者教育办公室	主任
王晓国	中国证券业协会发展战略工作委员会	副主任

二、终审专家 (共 35 人)

黄红元	中国证监会机构监管部	主任
聂庆平	中国证监会机构监管部	巡视员
杨 华	中国证监会上市监管部	主任
欧阳泽华	中国证监会上市监管部	副主任
吴 清	中国证监会基金监管部	主任
祁 斌	中国证监会研究中心	主任
崔 伟	中国证监会协调部	副主任
王东明	中信证券股份有限公司	董事长
王开国	海通证券股份有限公司	董事长
王益民	东方证券股份有限公司	董事长
冯国荣	申银万国证券股份有限公司	总裁
何 如	国信证券股份有限公司	董事长
杨 鹤	招商证券股份有限公司	总裁
陈 耿	国泰君安证券股份有限公司	总裁
徐浩明	光大证券股份有限公司	总裁
李建勇	广发证券股份有限公司	总裁
马庆泉	广发基金管理有限公司	董事长
高良玉	南方基金管理有限公司	总经理
赵学军	嘉实基金管理有限公司	总经理
张长虹	上海万国测评咨询有限公司	董事长
林义相	天相投资顾问有限公司	董事长
钱 卫	中银国际证券有限责任公司	总裁

李格平	长江证券股份有限公司	总裁
宋丽萍	深圳证券交易所	总经理
万杜娟	上海证券交易所	副总经理
陈共炎	中国证券投资者保护基金公司	董事长
刘肃毅	中国证券登记结算有限公司	副总经理
何德旭	中国社科院数量经济与技术经济研究所	党委书记
徐 忠	中国人民银行研究局《金融研究》编辑部	主任
廖 理	清华大学经济管理学院	副院长
陈自强	中国证券业协会	副会长兼秘书长
周阿满	中国证券业协会	副秘书长
钟蓉萨	中国证券业协会	副秘书长
潘志坚	中国证券业协会发展委	主任
王晓国	中国证券业协会发展委	副主任

黄湘平会长在中国证券业协会科研课题 研究成果年度颁奖大会暨证券研究 规范化研讨会上的讲话

(代序)

(2009 年 4 月 22 日)

各位代表：

上午好！

首先，我代表中国证券业协会，向在 2008 年度中国证券业协会科研课题研究成果评审中获奖的 35 个报送单位、214 名研究人员和 3 个最佳组织奖单位表示最热烈的祝贺！向在 2008 年度中国证券业协会科研课题研究成果评审中，付出辛勤劳动的初评委员会和复评委员会的各位专家表示最诚挚的感谢！同时，还要感谢关心和支持中国证券业协会科研课题研究工作的会员单位和有关部门，有了您们的共同努力，中国证券业协会科研课题研究工作实现了较快发展。

中国证券业协会科研课题研究工作是证券行业的一件大事。我们每年都要召开专题会议，总结上年度科研课题研究工作，表彰获奖研究人员和报送单位，交流工作经验和研究成果，研究部署本年度科研课题研究工作。今天这个会议是在国际金融危机仍未见底，我国资本市场面临复杂多变的内外部环境的形势下召开的。

借此机会，我想就证券行业研究工作谈几点看法，供大家讨论。

一、不断提高证券研究的现实生产力

我国证券研究与证券市场相伴而生，随市场发展成长壮大。在市场发展初期，公众既没有投资经验，又缺乏证券资讯，证券投资咨询服务应运而生，业余咨询人员转变为职业股评人士。沪深交易所成立

后,深圳新兰德等专业投资咨询机构,通过整理个股资讯,依据技术分析,为投资者提供个股资讯和买卖建议,形成一个独立的证券投资咨询行业。1996年君安证券开始对与自营业务紧密结合的行业公司研究,1997年华夏证券设立专门研究部门,从事宏观经济、行业分析和上市公司研究,为机构投资者提供研究报告,为投资银行、自营、资产管理业务提供研究支持。近年来,随着我国证券市场的规范发展和证券投资咨询业务制度的建立,一批证券公司、投资咨询公司、基金公司、保险机构、QFII等机构组建了专业研究队伍,证券投资咨询业务的市场角色日趋清晰,发布研究报告和投资顾问服务等业务模式初现轮廓,形成了一定的现实生产力,已经成为资本市场不可或缺的重要组成部分。具体表现在:

(一) 加速传递证券信息,提高资本市场效率。目前78家证券公司设立了研究部门,研究人员超过了2000人,年发布研究报告20多万篇。机构投资者通过支付证券交易佣金以及购买研究服务等方式取得研究报告,在此基础上调整市场预期,形成投资策略,配置资产类别;权威研究报告,依靠市场势力,加上机构销售和证券经纪人的个性化网络化传播,迅速在市场上减少不对称信息,通过羊群行为,促进市场快速发现资产价格,提高市场的有效性。当今基金经理经常感叹,市场上的信息传播已经到了用秒计算的地步,正是反映证券市场的这种信息传递和价格反应的速度。

(二) 促进证券服务深化,提升证券公司核心竞争力。华尔街以拥有明星分析师为荣,谁拥有最具话语权的分析师,谁就更有可能博得投融资需求的青睐。拥有研究品牌的证券公司,不仅能够取得销售研究报告的收入,使得研究业务从成本中心转变为创收业务;而且能够依靠证券研究品牌的市场势力,扩大机构投资者佣金分配份额。同时,结合经纪业务,促进证券服务深化,加强投资顾问的后台支持,提高服务的附加值,通过差异化、个性化服务扩大中小投资者佣金收入的市场占比,提升证券公司核心竞争力。

(三) 提供个性化投资策略,形成中小投资者的生产力。个人投资者不可能花大量的时间阅读研究报告,也没有足够的专业能力解读研究报告。证券投资咨询机构从中小投资者的投资期限和风险偏好出

发，在研究报告的基础上量身定做获取最大投资收益的方法和路径，发挥投资者教育功能，增进其投资知识和投资技能，促进其理性投资，满足中小投资者通过资本市场实现财富保值增值的需求。

二、科学把握当前证券研究的工作重点

在看到证券研究形成现实生产力的同时，我们要清醒地认识到证券研究的供给与需求脱节、制度供给滞后、监管机制不适应的矛盾还很突出。主要表现在：中小投资者的咨询服务需求没有得到有效满足，仅极少数咨询公司开始探索投资顾问业务，证券公司普遍缺乏针对中小投资者的咨询顾问服务；证券研究整体水平还有待提高，证券研究的市场定价功能未能得到充分发挥，对2008年市场的大幅调整存在集体失语现象；证券研究业务规范欠缺，证券公司研究部门独立性有待提高，证券研究业务与其他业务利益冲突还缺乏有效防范。近期，要集中解决好证券研究的针对性，科学把握当前证券研究的重点难点问题。

2009年是进入新世纪以来我国经济发展最为困难的一年，我们正面临前所未有的困难和挑战。国际金融危机仍未见底、还在蔓延，美国正在并将继续改变过度消费、储蓄不足的发展模式，通过“去资产化”修正消费者、企业和国家的三张资产负债表，实现国民经济的“去杠杆化”，导致总需求萎缩，全球通货紧缩趋势明显，国际市场需求骤减，贸易保护主义抬头，世界经济环境更加严峻，不确定因素明显增多。所有这些对出口导向型的中国经济带来了较大冲击，经济增速持续下滑已经成为影响全局的主要矛盾，高储蓄、低消费的发展模式已经成为矛盾的主要方面。目前，资本市场基本涵盖了各行业的龙头企业，与国民经济的关联度日益提高，国民经济保增长的压力不断在股市得到显现，资产价格稳定面临前所未有的困难，投资者、上市公司资产保值的愿望十分强烈；证券行业通过承担风险和管理风险获取风险收益的难度加大，感染风险的可能性和不确定性很大；中央政府防止市场大幅波动的压力已经摆在眼前，价值分析、价格发现、风险识别和风险处置成为市场主体的内在需求和各方的关注焦点，深入研究资本市场的热点难点问题的呼声、动力和价值更加突出。

(一) 准确把握证券研究的市场需求。近年来开展的股权分置改革、提高上市公司质量、实施证券公司综合治理、发展壮大机构投资者以及完善资本市场法制等综合改革,解决了各类股票的流动性,强化了上市公司各类股东的共同利益基础,改善了市场基础产品的整体质量和结构,充实了市场稳定运行的长期资金,完善了投资者合法权益的保护、市场公平公开公正运行和防患系统风险的法律制度。但是,我国资本市场“新兴加转轨”的基本特征没有改变,全面资本预算管理制度尚未推行,外部市场定价变动时常引起国内市场预期的放量调整,资本约束和价格约束还不到位,内在的稳定机制还不健全,市场大幅波动仍是当前资本市场的主要矛盾,基础性制度薄弱突出成为矛盾的主要方面,反映到投资者、上市公司、中介机构和宏观经济身上表现为不同的利益诉求和化解途径。

各市场主体一方面承担的前期市场大幅调整风险不再含糊,风险较大和期限较长是必须面对的现实;另一方面,全球正在实施的宽松货币政策和积极财政政策,导致通货膨胀的预期正在形成,经济“滞胀”的隐忧依然存在。需要依靠价值分析,形成正确的市场预期,以便投资者全面评估持久收入,调整心理账户,平衡储蓄和消费;上市公司仔细度量风险损失、要素价格和劳动生产率,近期解决好提足风险准备、处置风险,长期修正资本结构、化解风险;证券公司分析靠天吃饭盈利模式可持续发展的不确定性,基金管理公司研判股票型基金、QDII 业务的持有人大额赎回的不确定性,调整发展预期,加强成本控制,平衡业务结构;诊断宏观经济周期,决定反周期的政策措施。

(二) 科学确定证券研究的选题。纵观各方的研究需求,价值分析和价格发现既是研究的起点,决定风险识别和风险处置的前提;又是研究的难点,需要理论创新和方法创新。价值分析和价格发现既是选题的重中之重,决定整个研究工作的成败;又是选题的焦点和热点,关系着各方的利益分配。这就要求各研究机构,加强价值分析和价格发现的应用理论研究,结合前期研究基础和研究优势,按照价值分析、价格发现、计量风险、定价风险和分配风险的路线确定研究选题。

2009 年要重点研究以下问题:一是及时跟踪国际金融危机发展动态,加强危机演变趋势、传导路径、传导机制和应对策略研究。二是

加强宏观调控政策研究，包括货币政策、财政政策、产业政策调整对资产价格的影响研究，资本市场传导当前经济政策的路径研究，资产价格波动对金融市场、实体经济影响程度和路径研究，资本市场创新促进消费研究。三是加强资本市场的稳定发展研究，包括资本市场系统风险预警技术研究，当前经济政策对直接融资挤出效应的研究，资本市场稳定的政策工具研究，资本市场改革路径研究。四是加强对证券行业改革开放和创新发展研究，包括证券行业压力测试研究，合格投资者制度研究，长期激励机制研究，分类监管政策体系研究。

三、逐步规范证券研究工作的制度机制

在有效满足证券研究市场需求的同时，要把证券研究的规范化摆在更加突出的地位。中国证监会高度重视证券研究的基础性制度建设，从1997年开始，先后颁布了《证券、期货投资咨询管理暂行办法》、《关于加强证券期货信息传播管理的若干规定》、《关于规范面向公众开展的证券投资咨询业务行为若干问题的通知》、《会员制证券投资咨询业务管理暂行规定》、《关于规范证券投资咨询机构和广播电视证券节目的通知》等法律法规，规范与证券投资咨询有关的咨询主体、市场准入、业务范围、基本义务和监管安排。中国证券业协会制定了《中国证券业协会证券分析师职业道德守则》和《关于加强会员制证券投资咨询业务自律管理的通知》等自律规范。但是，随着证券投资咨询业务的发展，基本业务的法律地位不明确，相应的业务规范空白，监管机制不适应，要求加快证券研究的基础性制度建设。

（一）完善证券研究基本业务的法律制度。现行的《证券、期货投资咨询管理暂行办法》已经不适应当前的市场环境，须加快修订《证券、期货投资咨询管理暂行办法》，明确研究报告发布隔离墙制度、流程控制、管理制度、强制披露制度、静默期安排；投资顾问服务忠实客户原则、服务适当性原则、合同管理制度、冷冻期安排等；建立行政监管与自律管理协调配合的多层次分类监管体系。

（二）强化证券研究基本业务的自律机制。建立证券分析师和投资顾问人员分类管理制度，出台证券分析师和投资顾问人员注册管理办法和执业行为准则，建立相应的资格考试、水平考试、后续职业培

训制度。

(三) 明确证券研究基本业务产业化扶持政策。推行证券投资分析产品的有偿服务,探索投资顾问服务收取固定咨询费、按客户资产规模收费等收费模式,允许投资顾问作为证券公司经纪人,探索在证券发行中要求提供非承销商的第三方研究机构提供投资价值分析报告,要求经纪业务中向客户提供一定比例的第三方投资分析报告。

(四) 提升中国证券业协会科研课题研究工作的引导作用。中国证券业协会科研课题研究工作,从1999年开始以来已经走过了十年的历程,形成了一整套参考选题发布、课题申报和立项、研究成果提交、评审、公示、颁奖,研究成果推介等成熟的工作制度和程序,引导行业开展应用证券理论研究,研究关系行业发展的重大战略问题,致力支持证券行业的改革开放和创新发展发挥了不可替代的作用;满足了会员单位提升研究水平、扩大研究品牌的需求;树立证券研究规范,倡导实证研究方法,选拔优秀研究人才,已经成为中国证券行业研究工作的独家具有立项和评选的全能平台。下一步要逐步成为证券研究的理论窗口、人才窗口、技术窗口和监管窗口。

目 录

证券市场运行类

一等奖 (3)

创业板市场系统风险预警技术及其应用研究

..... 闻岳春 黄福宁 叶美林 (3)

二等奖 (28)

中国股票市场有效性问题研究——实证分析与政策建议

... 周小全 徐海军 高 上 周 捷 林豪杰 李 建 (28)

三等奖 (43)

信贷资金流入股市规模和途径研究 (摘要)

..... 胡月晓 许 瑾 (43)

国内分析师预测能反映市场预期吗?

——基于 MBE 的市场反应研究 (摘要)

..... 汪 辉 曹 胜 (45)

内幕交易的预警研究 (摘要)

... 祖传夫 李 戈 李 帅 郭晓杰 梁 健 周 祎 (47)

投资者行为与股市波动性关系研究

——投资者情绪指数编制及其应用 (摘要)

..... 胡 浩 严高剑 赵文荣 马 坚 (49)

投资者情绪对股票市场影响研究 (摘要)

... 史永东 朱 萍 甄红线 陈日清 李竹薇 田 蕊 (51)

金融产品创新类

一等奖 (55)

融资融券业务标的证券、可充抵保证金证券实证研究

..... 魏舒明 提云涛 袁英杰 (55)

二等奖 (71)

我国 IPO 市场的询价发行机制研究

… 张俊 单永志 刘钰善 孟铁柱 顾弘智 查文舜 (71)

投资者分类制度下的融资融券客户征信研究

..... 万励 夏涛 (146)

三等奖 (170)

中小企业集合债券信用评级研究 (摘要)

..... 曾江洪 雷黎涛 刘欣 秦宇佳 (170)

中国信用交易运作机制研究及建议 (摘要)

..... 梁爽 张彦春 朱婧 (172)

基于 logic 模型的信用债定价 (摘要) 吴国栋 傅浩 (174)

境外结构化产品成败案例分析——来自买方的观点 (摘要)

..... 徐习佳 薛大威 林龙军 潘峤 (175)

上市公司类

二等奖 (179)

上市公司高管薪酬实证分析

… 孙永祥 林浚清 战明华 朱承亮 赵月亮 俞天甲 (179)

我国上市公司大股东侵占问题研究——表象、实质及演变

… 胡可果 孙宏英 迟刚 赵小川 马洪丹 张琳 (214)

三等奖 (232)

中国上市公司高管薪酬激励的实证分析 (摘要)

..... 袁季 马洪娟 王丽萍 邝贤锋 (232)

上市公司资本结构实证研究 (摘要)

..... 刘喆 黄晓彬 王大力 (234)

上市公司股份回购制度研究 (摘要)

..... 毕子男 金晓彤 李敬国 张晓野 (236)

乘数估值在 A 股市场的有效性研究 (摘要)

..... 张 骞 李 涛 刘会明 叶丙南 杨 洋 (238)

证券公司类

一等奖 (241)

证券公司压力测试机制研究

..... 谈伟军 于敬兢 陈代全 胡晔永 (241)

二等奖 (282)

证券公司合规管理制度变迁研究

..... 吴 斌 王 可 李如虎 肖红建 (282)

证券公司压力测试的制度机制研究

..... 张爱民 王 博 姚炳书 (308)

三等奖 (335)

券商净资本监管政策的国际动态比较与国内实施效果

分析 (摘要) 曹松涛 林喜鹏 (335)

证券公司压力测试研究 (摘要)

..... 李 钦 王 伟 温 渤 谢 希 梁 钧 (337)

从华尔街模式终结看两种投行经营机制的比较 (摘要)

..... 蒋健蓉 (339)

证券控股集团协同机制构建问题研究 (摘要)

..... 成国平 朱有为 宋艳锺 包学诚 (341)

我国证券公司风险评估与预警体系研究 (摘要)

... 马震亚 杨 晟 郑旭斌 石 慧 戴欢欢 秦 斌 (342)

基金公司类

一等奖 (347)

中国机构投资者与市场稳定性研究

..... 陈 露 周 健 谢 琳 张贻军 (347)

二等奖 (383)

中国私募股权投资基金发展研究

——以金融创新推进创新型国家战略的新思路

..... 郑德理 欧阳铭 孙 路 赵巧敏 (383)

房地产信托投资基金试点研究

..... 帅 晖 王 玉 亭 谢至超 肖 建 陈 莺 (421)

三等奖 (458)

基金公司多元化研究

——一个模型框架与海外案例借鉴评价体系研究 (摘要)

..... 薛大成 杨 青 潘 峤 邵岚卿 (458)

我国基金选股择时能力的实证研究与启示 (摘要)

..... 任少华 戴欢欢 张丽丽 方健雯 吴 非 (460)

风险量化技术 (VAR) 在基金投资管理中的应用 (摘要)

..... 曹志刚 章 菲 翟云飞 (462)

基金经理的业绩持续性研究 (摘要)

..... 姚小军 邱小平 陆靖昶 (464)

宏观环境类

一等奖 (469)

资产价格波动对实体经济影响机制和影响程度研究

..... 毕劲松 蒋成杰 (469)