

黄红元 主编
刘世安 胡汝银 副主编

2012



上海证券交易所研究中心研究报告 2012

S S E

黄红元 主编
刘世安 胡汝银 副主编



上海证券交易所研究中心研究报告 2012

S

E

图书在版编目(CIP)数据

上海证券交易所研究中心研究报告. 2012/黄红元
主编. —上海:上海人民出版社, 2012
ISBN 978-7-208-11100-4

I. ①上… II. ①黄… III. ①资本市场-研究报告-
世界-2012 IV. ①F831.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 259901 号

责任编辑 于力平

封面装帧 王小阳

上海证券交易所研究中心研究报告 2012

黄红元 主编

刘世安 胡汝银 副主编

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

世纪出版集团发行中心发行

上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 720×1050 1/16 印张 25.75 插页 4 字数 456,000

2012 年 12 月第 1 版 2012 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-11100-4/F·2139

定价 66.00 元

目录

1	第一篇 宏观与国际视野
3	资本市场服务实体经济能力研究
26	全球金融衍生品市场发展概述
53	内部人交易监管制度国际比较
84	世界主要证券交易所治理结构研究
113	第二篇 市场运行与改革
115	提升上交所蓝筹股市场活跃度研究
131	中国新股发行体制改革研究
147	B股问题解决途径初探
169	内部人交易的时机选择和市场反应研究
199	美国证券场外交易市场研究与借鉴
212	境外证券市场投资者分类研究
229	第三篇 产品与交易机制
231	华泰柏瑞沪深 300ETF 运行绩效评估
244	分离交易可转债总结和发展建议
254	分级基金溢价的案例研究
274	基金行业发展、衍生品运用与监管
292	高收益债市场国际经验与借鉴

317	第四篇 公司治理
319	中国上市公司社会责任信息披露制度研究
339	投资者关系与上市公司新股增发
362	国有控股、内部控制与高管变更
379	公允价值下也存在盈余管理吗? ——基于可供出售金融资产的经验证据
390	上市公司股票回购问题研究

第一篇 宏观与国际视野

资本市场服务实体经济能力研究

廖士光

内容提要

经过二十多年的发展,我国资本市场从初期的融资窗口,到国有企业改革的前沿阵地,再到银行改制上市的规范平台,为国民经济提供了强大的发展动力。资本市场的发展,始终立足于满足实体经济需要、服务实体经济发展。

但是,我国资本市场服务实体经济的水平和能力仍有待进一步提升,资本市场的发展同实体经济日益增长的需求之间存在着较大的差距,无法快速响应和充分满足实体经济领域中的各类需求。有鉴于此,笔者对资本市场服务实体经济的现状及存在的问题进行梳理,并分析影响资本市场服务实体经济效果的深层次原因,最后,根据存在的问题及影响因素,提出提升资本市场服务实体经济能力的建设性举措。

目前,我国资本市场服务实体经济能力较低,主要体现在以下几个方面:第一,资本市场较小的规模无法满足日益增长的实体经济需求;第二,结构失衡与产品短缺制约资本市场服务实体经济能力;第三,资本市场未能有效服务科技创新、小微企业和“三农”发展;第四,资本市场未能与社会保障之间形成共同促进的互动关系。

我国资本市场服务实体经济能力较低的原因大致可归结为以下几个方面。

首先,制度缺陷是资本市场服务实体经济能力低的根本原因。目前,在资本市场的运行过程中,行政力量渗透力过大、干预力度过强的现象依旧存在,严重阻滞了资本市场的良性发展,导致市场行为出现扭曲,市场化程度较低,市场对社会资源的动员作用和配置效能无法得到充分发挥,最终使资本市场无法更好地服务实体经济的快速稳定健康发展。

其次,产品与创新不足是资本市场服务实体经济能力低的重要原因。目前,我国资本市场面临的主要矛盾是旺盛的投融资需求和金融产品短缺、金融创新能力不足之间的矛盾。金融产品短缺与金融创新能力不足严重制约了资本市场服务实体经济的能力。

最后,过度管制是资本市场无法快速响应实体经济需求的主要原因。在政府行政力量占主导地位的格局下,政府对市场运行采取过度管制措施,导致资本市场的市场化程度较低,无法快速响应和充分满足实体经济的需求,导致金融产品短缺、金融创新能力不足,无法充分满足实体经济对资本市场的资产定价、资本供给、风险分散、资产配置等方面的需求。

为了进一步提升资本市场服务实体经济的能力,笔者建议采取以下相关举措。

第一,深化资本市场改革,促进经济结构战略性转型。坚持强化基础性制度建设,着力培育和完善的机制,逐步健全多层次市场体系,拓展资本市场的覆盖面和服务能力,积极稳妥地推进市场改革创新,不断增强市场的活力和竞争力,为促进经济结构战略性调整提供强有力的支持和保障。

第二,逐步放松行政管制,努力提高资本市场的市场化程度。放松对金融产品生产过程的管制,让市场参与者自主生产,自主定价,恢复生产经营的自主权;同时,鼓励市场参与者成为产品创新的主导力量,加快产品创新。结合实体经济需要,建立和完善以风险控制为前提、以市场为导向、以需求为动力的产品和业务创新机制。

第三,推进多层次资本市场建设,满足小微企业融资需求。在服务实体经济过程中,需要完善多层次资本市场体系。创新融资方式,增强资本市场的弹性和包容能力,使不同发展阶段、不同类型、不同特点的创新型企业都能得到金融支持,尤其要重视农业、食品以及科技创新、小型微型企业等经济社会发展的薄弱领域,特别为处于早期创业阶段的高新技术企业、小微企业提供股本和债券融资。

经过二十多年的发展,我国资本市场从初期的融资窗口,到国有企业改革的前沿阵地,再到银行改制上市的规范平台,为国民经济提供了强大的发展动力。资本市场的发展,始终立足于满足实体经济需要、服务实体经济发展。

作为资本市场重要组成部分的上市公司,目前已经成为我国国民经济的重要脊梁。上市公司中的国有控股企业,市值和资产份额占据绝对的主体地位,通过改制上市和机制转换,国有经济的活力得到极大提升。同时,一大批民营企业借助资本市场的平台实现了跨越式发展,近年来,在新上市公司中,绝大多数是民营企业。

经过二十多年的发展,我国上市公司已成为国民经济运行中最具影响力和成长优势的企业群体,上市公司股票市值规模高达 22 万亿元^①,位居全球第二位,为我国形成世界第二的经济规模和全球瞩目的综合国力发挥了不可替代的作用。

目前,我国传统经济增长方式已经难以为继,根据科学发展观的要求,需要建设层次丰富、结构合理、功能完善的资本市场体系,利用资本市场推动经济结构调整和产业升级,通过资本市场的作用,推动优势企业实施强强联合、跨地区兼并重组,淘汰落后产能,提高产业集中度,引导产业在不同地区之间有序转移。以美国为例,在过去的二十年中,由资本市场引领的高科技浪潮,帮助美国向创新型经济转型,强大的资本市场已成为美国最重要的竞争力之一。

但是,我国资本市场服务实体经济的水平和能力仍有待进一步提升,资本市场的发展同实体经济日益增长的需求之间存在着较大的差距,无法快速响应和充分满足实体经济领域中的各类需求。有鉴于此,笔者对资本市场服务实体经济的现状及存在的问题进行梳理,并分析影响资本市场服务实体经济效果的深层次原因,最后,根据存在的问题及影响因素,提出提升资本市场服务实体经济能力的建设性举措。

一、 资本市场服务实体经济的现状及存在的问题

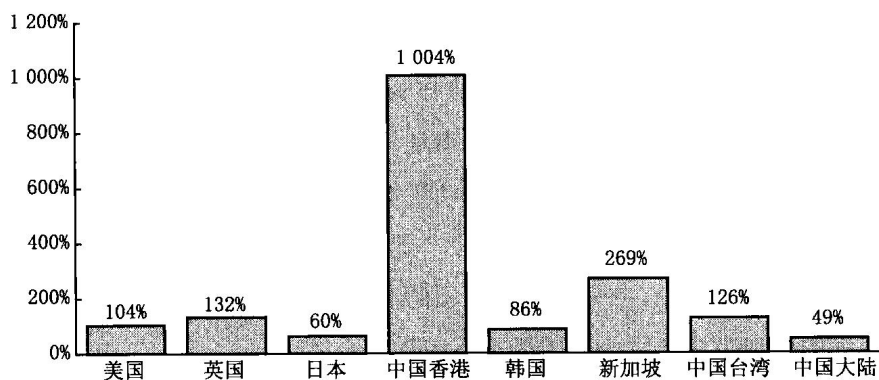
(一) 资本市场较小的规模无法满足日益增长的实体经济需求

第一,我国资本市场的市值规模相对较小。

目前,无论同我国世界第二的经济总量规模相比,同我国经济未来发展所产生的要求相比,还是同境外成熟资本市场相比,以及同处于类似经济发展阶段的其他新兴市场相比,我国资本市场在许多方面仍然存在一定的差距,资本市场服务实体经济的能力仍有待进一步提升,这主要表现为相对实体经济的庞大规模,资本市场的市值规模仍然较小,如果用统计指标来反映,即我国的证券化率(股票市场总市值/GDP)相对较低。从图 1 中可以发现,无论是成熟市场抑或是新兴市场国家或地区,其证券化率都远超过我国,美国、英国、日本等成熟市场国家的证券化率分别高达 104%、132%与 60%,中国香港、韩国、新加坡、中国台湾等新兴市场国家或地区的证券化率分别为 1 004%、86%、269%、126%,而我国的证券化率却只有 49%,远不及成熟市场或其他新兴市场国家或地区,同我国经济总量世界第二的地

^① 截至 2012 年 3 月底,我国上市公司总数 2 389 家,市值规模 22.47 万亿元。

位并不匹配,表明我国资本市场服务实体经济的能力仍有待进一步提升。



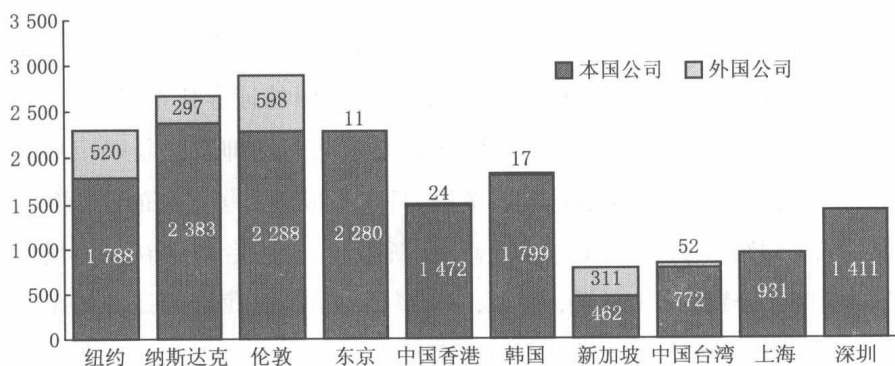
资料来源:根据 WFE 网站以及各国或地区政府网站上提供的原始数据整理而成。

图1 全球主要国家或地区证券化率对比(2011)

第二,我国资本市场的上市公司规模相对较小。

无论是从存量方面(上市公司总数),还是从增量方面(IPO公司数)考察,我国资本市场的上市公司规模同我国实体经济总量在全球的地位不相匹配。截至2012年2月底,沪深两市上市公司2364家,还不到全国股份公司总数的10%。

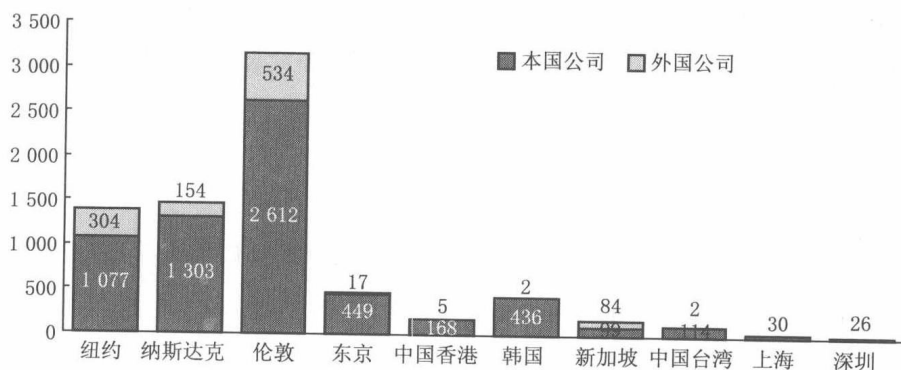
从存量上分析,对比分析我国沪深证券交易所同美国纽交所、纳斯达克(NASDAQ)以及英国伦交所的上市公司总数,截至2011年底,纽交所与纳斯达克的上市公司总数达到4988家,其中,美国本土上市公司4171家,外国上市公司817家(见图2);伦交所的上市公司总数达到2886家,其中,英国本土上市公司2288家,外国上市公司598家;同期我国沪深证券交易所的上市公司总数2342家,同成熟市场国家相比,我国资本市场的上市公司存量已经初具规模。



资料来源:根据 WFE 网站上提供的原始数据整理而成。

图2 全球主要证券交易所上市公司数量对比(2011)

但是,我国沪深证券交易所上市公司总数逐年快速增加的背后是不完善的上市公司退市制度,即上市公司只上不退。在2003年至2011年间,我国沪深证券市场的上市公司退市总数仅为57家,远不及纽约、纳斯达克、伦敦等成熟市场退市公司的零头(见图3)。在相同时间段内,纽约、纳斯达克、伦敦交易所的退市公司数分别为1335家、1385家以及3068家,即便是在韩国、香港、新加坡以及中国台湾等新兴市场,退市公司数也显著高于我国沪深市场,上述新兴市场的退市公司数分别为429家、161家、176家以及116家。

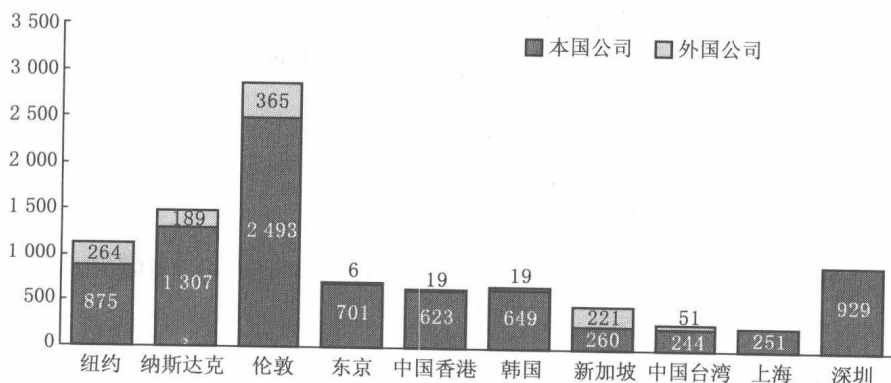


注:纳斯达克的退市公司数为2007年至2011年间的数。

资料来源:根据WFE网站上提供的原始数据整理而成。

图3 全球主要证券交易所退市公司数(2003—2011)

从增量上分析,对比分析我国沪深证券交易所同美国纽交所、纳斯达克以及英国伦敦交所的新上市公司总数,在2003年至2011年的9年时间内,纽交所与纳斯达克的新上市公司总数达到2505家,其中,美国本土公司新上市数2094家,外国公司新上市数411家(见图4);伦交所的新上市公司总数达到2780家,其中,英国本



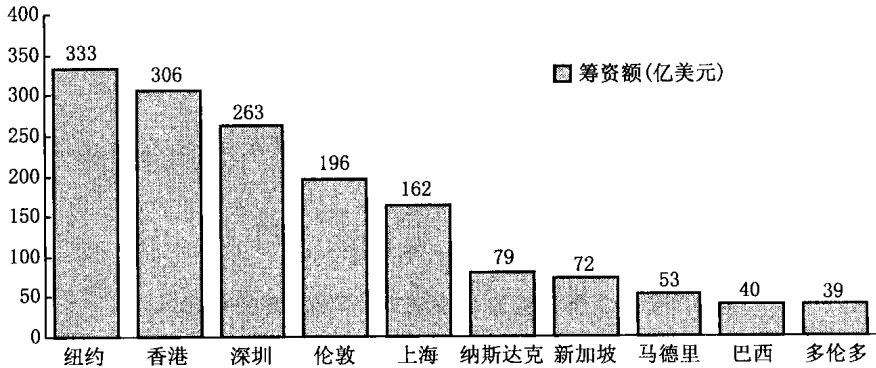
资料来源:根据WFE网站上提供的原始数据整理而成。

图4 全球主要证券交易所新上市公司总数(2003—2011)

土公司新上市数 2 441 家,外国公司新上市数 339 家;而同期我国沪深交易所的新上市公司总数 1 180 家。

第三,我国资本市场的筹资规模相对较小。

我国沪深证券交易所自成立以来,为我国实体经济的快速稳定发展筹集了大量的资金。以 2011 年为例,全球资本市场共有 1 144 家公司通过 IPO 方式实现发行上市,融资规模 1 678 亿美元。348 家中国公司在境内外交易所实现 IPO,融资规模达 554 亿美元,其中,在沪深证券交易所实现 IPO 的公司达 282 家,占 IPO 公司总数的 81%,融资规模达 425 亿美元,位居全球首位,比美国纽约、纳斯达克交易所 IPO 融资总额还高出 13 亿美元,沪深市场 IPO 筹资总额占中国公司 IPO 融资总额的 77%,占全球 IPO 融资总额的 25%(见图 5)。



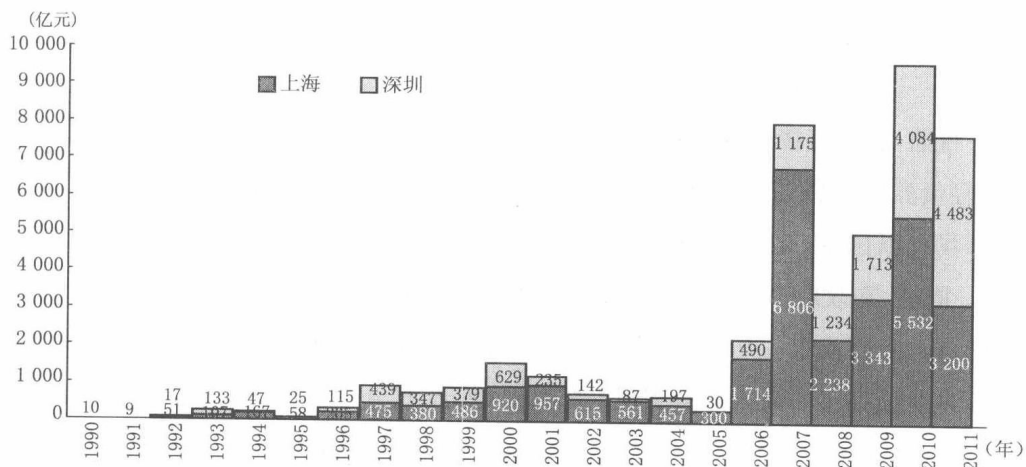
资料来源:根据 Dealogic 网站上提供的原始数据整理而成。

图 5 全球主要证券交易所 IPO 筹资额对比(2011)

但是,我国资本市场的筹资能力同实体经济对资金的需求之间仍然存在较大的差距,相对银行贷款等间接融资工具而言,我国资本市场的股票与债券等直接融资工具的筹资额占比仍然较低。从 1990 年至 2011 年的 22 年间,沪深证券交易所的股票筹资总额 4.5 万亿元(上海市场 2.9 万亿元、深圳市场 1.6 万亿元)(见图 6),而 2011 年我国金融机构人民币贷款增加额却高达 7.47 万亿元,远超资本市场历年股票筹资额。

在 2002 年至 2011 年间,企业债券与非金融企业股票在社会融资总量^①中的

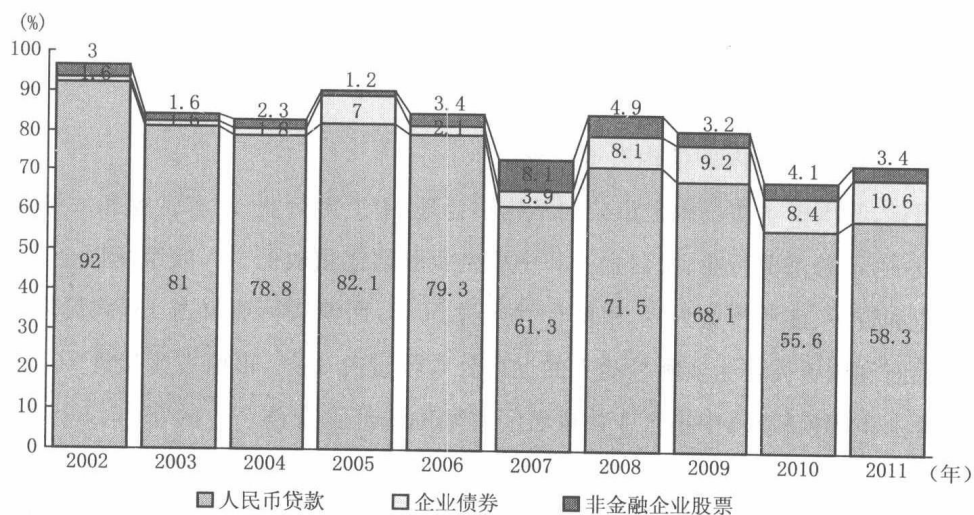
^① 社会融资总量是指一定时期内实体经济从金融体系获得的全部资金总额,是可以全面反映金融与经济关系以及金融对实体经济资金支持的总量指标。目前,中国人民银行的社会融资总量的统计口径为:社会融资总量等于人民币各项贷款、外币各项贷款、委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票、企业债券、非金融企业股票、保险公司赔偿、保险公司投资性房地产等各项总和。



资料来源:根据沪深证券交易所网站提供的数据整理而成。

图6 沪深证券交易所历年股票筹资额(1990—2011)

占比在5%—15%之间,其中,在相当多年份中,非金融企业股票融资额的占比低于5%,而银行贷款的占比却高达60%—90%(见图7)。直接融资比重偏低、间接融资偏高的畸形融资结构使银行体系集中承担了大部分的市场风险,资本市场分散金融风险的功能未能得到充分发挥,严重削弱了我国金融体系抵御风险,特别是系统性风险的能力。



资料来源:根据《社会融资总量的内涵及实践意义》(盛松成,2011,中国人民银行网站)以及相关网站提供的数据整理而成。

图7 我国社会融资总量结构(2002—2011)

(二) 结构失衡与产品短缺制约资本市场服务实体经济能力

第一, 股票市场与债券市场结构失衡。

目前,我国直接融资结构很不合理,交易所市场中股票债券比例失调,“重股票、轻债券”的现象依然存在。我国公司类信用债的余额不到股票市值的 1/4,债券市场仍以国债、金融债等利率产品为主,公司类信用债券占全部债券存量的 1/5。同时,在政府债券与公司类信用债券中,交易所市场严重滞后,银行间市场政府债券的托管规模占 93%,公司类信用债券的托管规模占 97%,银行间债券市场与交易所债券市场尚未完全实现互联互通(见表 1)。

表 1 不同市场债券托管量(2011)

债券种类	银行间市场	交易所市场	柜台	其他	合计
政府债券	68 493.64	1 992.45	2 284.41	1 068.58	73 839.08
记账式国债	62 496.95	1 989.13	46.86	0.50	64 533.44
储蓄国债	0.00	0.00	2 237.55	1 068.08	3 305.63
地方政府债	5 996.68	3.32	0.00	0.00	6 000.00
企业债券	14 617.09	1 510.30	3.58	668.51	16 799.48
中央企业债券	7 953.99	320.31	3.54	665.71	8 943.55
地方企业债券	6 634.82	1 183.11	0.04	2.80	7 820.77
集合企业债券	28.28	6.88	0.00	0.00	35.16

注:债券托管量单位为亿元。

资料来源:根据中国债券信息网提供的数据整理而成。

第二, 股票市场内部结构有待改善。

目前,我国资本市场中上市公司结构不合理,中上游行业、国有企业和大型企业比重较高,下游消费行业、民营企业和中小企业股票比重较低。A股市场以金融、传统工业和资源、能源行业为主,市值合计超过 50%,而消费行业仅占 13%(见表 2);各级政府和国资委作为实际控制人的上市公司数量占 33%,市值占比接近 70%,民营企业上市规模较小;中小企业数量已经占到国民经济全部企业的 99%以上,但中小板和创业板上市公司仅 927 家,其市值总和只有沪深主板市场规模的 16%。

在上海证券市场,新兴蓝筹企业所占市场份额不足,特别是作为我国经济的重要组成部分的各细分行业龙头企业在蓝筹市场体系中尚未得到较充分体现。这种局面造成上海证券交易所蓝筹市场对中国经济的支持和表征作用不够全面,全方位服务实体经济的功能不够完整。从长远看,上海证券交易所不仅应该成为我国蓝筹企业的上市聚集地,还应该成为蓝筹企业的培育基地。

表 2 我国 A 股市场行业结构分布(2011)

行业类别	总市值(亿元)	比重(%)
金融	80 015	32.01
能源	37 780	15.20
工业	34 627	13.90
原材料	26 492	10.60
非日常生活消费品	19 478	7.80
日常消费品	13 562	5.40
信息技术	9 314	3.70
医疗保健	8 382	3.40
公用事业	6 981	2.80
电信业务	1 278	0.50

资料来源:根据 WIND 资讯提供的数据整理而成。

第三,债券产品不够丰富。

在政府债券方面,截至 2011 年底,地方政府债券规模 6 000 亿元,但其自行发债在 2011 年 10 月才刚刚启动,规模仅 229 亿元。在企业债券方面,企业发行的信用类产品只有 6.2 万亿元,占比不足 30%。另外,资产支持债券仅 15 亿元,规模微乎其微,高收益债券尚未出现,私募债券也仅局限于中短期票据。

同境外市场相比(见表 3),美国、日本以及欧洲等发达国家市场债券品种丰富,而以中国为代表的新兴市场主要以本国国债及公司债为主,外币债券和国际债

表 3 境内外债券市场产品结构比较

债券种类	中国		美国		日本		英国		德国		中国香港		中国台湾		韩国	
	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2
国债	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓
市政债券	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓								
联邦债券				✓					✓	✓						
金融债券		✓	✓	✓	✓	✓		✓		✓					✓	✓
公司债	✓		✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	
可转债	✓			✓	✓				✓	✓	✓					✓
ABS		✓		✓		✓			✓	✓						
外币债券				✓		✓		✓				✓				
国际债券		✓		✓		✓		✓	✓	✓						
MBS				✓												
债券衍生品		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

注:表中数字 1 表示交易所市场,数字 2 表示场外市场。

券发展较为缓慢。另外,一般较为成熟、标准化程度高的品种多在交易所交易,而一些结构化产品由于流动性较差,交易多在场外市场完成。

第四,投资类金融产品稀缺。

资本市场在拓展和完善储蓄转化为投资方面需有所作为,我国居民的储蓄率水平一直处于全球首位,中国人民银行对外公布的数据显示,截至 2011 年底,我国共有 82.67 万亿元本外币储蓄额,居民个人储蓄额高达 35.2 万亿元,但是,我国沪深股票市场的市值规模却不到 22 万亿元,导致我国居民资产主要集中配置于银行产品。2011 年,银行存款总体新增约 10 万亿元,银行理财产品发行接近 20 万亿元,而在股票市场上,当年基金、券商集合理财、阳光私募等合计发行规模约 4 600 亿元,不足银行新增存款的 5%。

在债券市场上,个人投资者只能参与交易所市场,不能投资银行间市场的央行票据、中短期票据、政策性金融债等。同时,低收益低风险的债券基金发展也较慢,在共同基金中仅占 6%。在商品市场上,资本市场还不能提供与商品挂钩的结构化产品,而银行仅在 2011 年就推出多种与黄金、铂金、石油、玉米等相关的理财产品。

第五,金融衍生产品种类欠缺。

目前,我国资本市场中股权类衍生产品仅有基于沪深 300 的股指期货,2011 年日均成交额仅 1 793 亿元;基于其他指数的期货、股指期货、股票期货、股票期权等衍生品尚未出现,缺少场内交易的国债期货、利率期货、利率期权等标准化产品;商品期货市场的保证金规模已经居全球首位,但我国企业真正用于套期保值的投资规模较小。

(三) 资本市场未能有效服务科技创新、小微企业和“三农”发展

目前,具有自主知识产权、创新能力强的新兴产业正成为引领全球经济的新增长点。资本市场提供的风险共担、利益共享机制,能够筹集高新技术产业化所需的发展资金,实现科技成果向现实生产力的转化,因此,资本市场可以促进科技和资本相结合,是培育战略性新兴产业的重要平台。但是,我国资本市场与科技创新的对接并不理想。

第一,资本市场未能有效服务科技创新类、小型微型企业。

国际经验表明,当今一些引领全球产业和技术进步潮流的知名企业是从小型微型企业成长起来的,许多小型微型企业具有技术创新和业务创新的属性和动力。小型微型企业占我国企业数量的绝大多数,为这些企业提供一个更良好的成长环境,关乎整个中国经济的未来。证券市场对具有创新特征的小型微型企业的支持