

(2008)

中国证券业协会 编

ZHONGGUO ZHENGQUAN SHICHANG

FAZHAN QIANYAN

WENTI YANJIU

中国证券市场发展 前沿问题研究



中国财政经济出版社

中国证券市场发展 前沿问题研究

(2008)

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. 2008 / 中国证券业协会编. —北京:
中国财政经济出版社, 2009. 4

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1334 - 7

I. 中… II. 中… III. 证券交易 - 资本市场 - 研究 - 中国 - 2008
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 043650 号

责任编辑: 郁东敏

责任校对: 赵翠平

封面设计: 陈 瑶

版式设计: 董生萍

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

北京富生印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×1092 毫米 16 开 48.25 印张 890 000 字

2009 年 4 月第 1 版 2009 年 4 月北京第 1 次印刷

定价: 85.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1334 - 7/F · 1131

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

序

《中国证券市场发展前沿问题研究（2008）》是中国证券业协会自1999年开始证券行业科研课题组织管理工作以来出版的系列研究报告的第10册。纵向来看，它具有较长时期的工作历练和行业积淀；横向看来，它是经历了参考选题发布，课题申报和立项，研究成果提交、评审、公示等一整套成熟的工作制度和程序后，精心筛选出来的关于证券市场前沿问题的优秀研究成果。

选题紧贴实际

2008年初，根据中国证券监督管理委员会（简称“中国证监会”）召开的全国证券期货监管工作会议确定的重点工作、《中国证券业协会2008年投资者教育工作方案》、中国证监会次贷危机研究小组会议纪要、中国证监会高管薪酬激励研究小组纪要，在征求2007年度一等奖获得者、中国证券业协会证券公司会员部、基金公司会员部意见的基础上，确定了8类66个重点研究领域、申报范围和方向。

在往年重点智力支持证券行业改革发展的基础上，2008年，中国证券业协会科研课题增设了投资者教育专项课题，支持中国证券业协会的重点工作。同时，委托中信证券、国信证券、招商证券等18家证券公司重点研究5个关系证券公司核心竞争力的重大理论、战略和实际问题的专项课题。

上述课题以风险管理为主线，集中研究次贷危机形成的根源和传导扩散机制，资本市场系统风险的预警、评估和处置，A股市场与境外市场联动机制，新会计制度下证券资产公允价值的估值技术，限售股解禁规模及其影响，证券公司风险监控指标，基金持有人赎回行为，投资者教育的经典案例等当前资本市场的热点难点问题。

立项严格审慎

2008年,中国证券业协会科研课题组织管理工作成为我国证券行业研究工作的独家具有立项和评选的全能平台。同时,证券行业实现转折性变化、扩充研究队伍后,通过中国证券业协会科研课题组织管理工作平台提升研究水平、扩大知名度的需求正在增加。2008年度中国证券业协会科研课题申报工作通过大幅度增加参考选题、扩大通知途径、委托开展研究等方式顺应了这种趋势,2008年共收到立项申请书208份,同比增长44.44%。

为了做好确认工作,我们逐一逐项登记课题立项申请书,通知补齐有关材料。接着,从申报资料是否齐全、申报主体是否合格、申报选题是否前瞻、研究构思是否合理、研究成果是否有益和研究保障是否有力等六个方面全面评判每件立项申请。评判结果显示,全面合格的85项,优良率40.87%;基本合格的120项,合格率98.56%;资料不全和严重违规的3项,占比1.45%。

我们在对2008年申报工作进行全面总结基础上,继续坚持区别项目优劣、奖优贬劣和鼓励认真做好申报工作的原则,经过逐项登记、全面评审、初审意见反馈和汇总认定四个阶段,认定课题205项,不予立项3项;对既符合中国证券业协会申报程序又有研究保障和研究逻辑,全面达标的85项课题确认为重点项目,基本合格的120项确认为一般项目。

评审权威公正

截至2008年11月30日,通过中国证券业协会年度科研课题成果评审系统提交的研究成果共225项,同比增长54.42%。我们对研究成果的提交格式、提交类别和提交数量进行了预审。通过对不符合要求的研究成果商负责人予以调整后,符合提交要求的研究成果208项。根据各个门类立项方式、支持程度、评审要求和奖金来源不同,实行分类管理。其中,证券市场运行类24项,金融产品创新类36项,上市公司类38项,证券公司类20项,基金公司类17项,宏观环境类42项,投资者教育专项课题类12项,证券公司核心竞争力类19项。

评审工作按已有评审制度和评审程序,实行初审和复审两轮评审,采用网上评审办法。评审打分根据:(1)选题的前瞻性、新颖性、重要性和紧迫性;(2)理论先进性、成熟度、适用性和结论的创新性;(3)研究成果实践作用的建设性、可行性、经济价值;(4)研究报告数据库的可靠性、分析的实证性和结论的准确性;(5)研究报告格式的规范性、语言的通俗性、概念的清晰度、结构的严密性进行综合评定分数。网上评审系统自动汇总研究成果得分和排定名次,评审结论经过2名审核员逐一复核无误后,每类研究成果的前16名进入复评程序,累计124项研究成果通过初评程序。

初评工作是按八类研究成果,匿名分送24人初评专家评审。初评专家由中国证监会机构部、基金部、投资者教育办公室处室负责人,中国证券业协会证券公司会员部、基金公司会员部、发展战略工作委员会、投资者教育办公室的负责人组成。初评结束后,召开了2008年度中国证券业协会科研课题研究成果初评工作座谈会,总结2008年度中国证券业协会科研课题研究成果初评工作,听取各位初评专家对中国证券业协会科研课题研究工作的有关意见,为下一步的工作积累了经验。

复评环节重在评定申报成果的应用价值,按照各单位负责人、一人不同时担任初评评委与复评评委为原则,邀请中国证监会、中国证券业协会副会长单位和监事长单位、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国社会科学院、清华大学、上海证券报和中国证券业协会等单位的40名专家出任复评评委,每篇5个专家评审。会员单位的评委比重达到了60%,研究报告的理论水平、实践意义和研究方法的分值总权重超过了75%。终评结果确定了8个类别的62项获奖候选研究成果。

监督公开全面

终评结束后,所有候选获奖成果在中国证券业协会网站公示2周。公示期间,所有的候选获奖研究成果的报送单位和作者再次复核研究成果的数据来源、研究逻辑和研究结论,并就研究成果否已经参加其他评奖、作者署名排序、作者单位署名和版权授权接受行业公开监督。

我们认真受理投诉,并向署名反映问题的同志反馈调查核实结果。最后从中国证券业协会网站公示无异议的候选获奖研究成果中,评选出一等奖成果8项、二等奖成果16项、三等奖成果38项,优秀研究人才214名,3项最佳组织奖获奖单位。

当前,全球金融危机和经济衰退对我国证券行业发展已经造成冲击和影响,需要认真思考和正确总结这次危机的经验教训,准确把握资本市场改革发展面临的形势,《中国证券市场发展前沿问题研究(2008)》提供了一些有力的智力支持。但是,我们深知资本市场通过智力支持提振信心和稳定预期的任务十分艰巨,独立、客观、深入的研究仍然短缺,需要更加专业、更加深入、更加持久的努力。

中国证券业协会会长 黄湘平

2009年3月

目 录

证券市场运行类

一等奖 (3)

A 股系统性风险时变估计方法及实证研究

..... 刘景德 张 捷 (3)

二等奖 (23)

A 股市场系统性风险的实证研究

... 任少华 朱 丹 郭静静 袁 理 陈 强 朱涵明 (23)

资本市场系统风险的评估、预警及控制研究

... 闻岳春 黄福宁 石建勋 王婧婷 程同滕 朱卓家 (44)

三等奖 (74)

证券市场的资金流动研究 (摘要)

..... 朱华成 于栋华 (74)

股指期货对现货的引导与预测 (摘要)

..... 蒋瑛琨 何 苗 杨 喆 (76)

A 股市场境外投机资本规模估算和进出途径研究 (摘要)

..... 崔秀红 伍志文 张仕元 王大力 (78)

基于行为金融学的股市牛熊转换因素实证分析 (摘要)

..... 陈明星 纪 青 刘凌云 刘 俊 (80)

我国股市系统性风险研究 (摘要)

..... 王佩艳 胡新辉 (82)

金融产品创新类

一等奖 (87)

场外交易市场发展路径研究

..... 刘 喆 李学峰 张 舰 常培武 (87)

二等奖 (118)

持股类上市公司定价技术研究

..... 范辛亭 邓二勇 (118)

股指期货与现货联动操纵及反操纵研究

..... 马龙官 陈洪赞 赵立臣 (150)

三等奖 (186)

基于非对称策略的绝对收益基金构建研究 (摘要)

..... 檀向球 赵立臣 范立强 (186)

新会计制度下股票资产公允价值现值技术实证研究 (摘要)

..... 郝力平 王晓宇 林海殷 (188)

通货膨胀挂钩债券定价机理及初步设计探讨 (摘要)

..... 赵旭 韩健 (190)

融资融券对证券公司收益与风险影响研究 (摘要)

..... 张伏波 林琳 陈志斌 姚立环 (192)

股指期货推出对市场波动性及成分股作用机制研究——基于

中国台湾 50 及 NASDAQ100 指数的比较研究 (摘要)

..... 李康 袁瑶 李诗白 江林鑫 (194)

上市公司类

一等奖 (199)

境内外证券市场 IPO 制度的比较研究

..... 姚兴涛 周侃 林琳 谢四平 李华铮 (199)

二等奖 (224)

限售股解禁、大宗交易平台对股市的影响——基于市场微观结构的研究

..... 张建龙 张小涛 邢恩泉 郝超 (224)

大小非解禁规模与股价走势的实证分析

..... 范 力 曹 妍 徐辑磊 (252)

三等奖 (280)

外资并购我国上市公司的方式与动机演进及其对上市公司
的影响研究 (摘要)

..... 尹 华 冯正强 张 灿 张 蕾 朱庆子 (280)

上市公司股权激励的实证研究——来自会计度量噪音角度
的替代解释 (摘要)

..... 李 蓉 于旭辉 (282)

上市公司及金融机构薪酬和激励约束机制研究 (摘要)

..... 司 微 王玉亭 谢至超 温立华 卫进扬 (284)

股改限售股解禁规模及其影响的实证分析 (摘要)

..... 詹诗华 代鹏举 李 冬 马春霞 (286)

限售股解禁与减持: 市场反应、大股东行为及其监管 (摘要)

..... 汪 辉 喻立勇 李 路 (288)

证券公司类

一等奖 (293)

新形势下保荐人管理制度研究

..... 张 伟 王 珂 孙 霞 王思飞 (293)

二等奖 (332)

独立投资银行模式: 运作绩效、危机机理与发展路向选择

..... 陶鹏春 陈慧莹 (332)

变革之后: 投资银行业务所涉法律关系的重构与法律风险的
控制

..... 季社建 (347)

三等奖 (392)

我国证券经纪人制度建设研究(摘要)

..... 陈卫中 张兴旭 王灿江 (392)

上市公司信用评级体系研究(摘要)

..... 张睿 屈庆 张磊 (394)

基于内外部环境改善的证券公司合规管理有效性研究(摘要)

..... 史明坤 康静 吴盛生 张伟明 (396)

三方存管中单边账和透支问题的解决方案(摘要)

..... 李凌 吴昊 丁丁 胡宁 (398)

证券公司薪酬激励机制研究(摘要)

..... 韩冰 刘雁 俞冲 (400)

基金公司类

一等奖 (403)

开放式基金持有人赎回行为的实证研究

..... 解学成 李兆军 张龙斌 邝超 (403)

二等奖 (419)

我国基金业绩持续性影响因素分析及长效评价体系的构建

..... 郑德理 王丽萍 李楠 赵巧敏 欧阳铭 (419)

基金投资行为对股票市场稳定性影响实证研究

..... 俞雪飞 李琛 李建朋 (442)

三等奖 (460)

股市震荡、基金行为与市场质量——基于沪市基金交易账户的经验证据(摘要)

..... 张宗新 朱伟骅 沈正阳 吴娜 (460)

基金业绩操纵及其对市场的影响(摘要)

... 史永东 李竹薇 甄红线 李凤羽 杨墨竹 朱广印 (462)

开放式基金信息披露制度的国际比较 (摘要)

..... 赵秀娟 齐晓楠 汪寿阳 (464)

基金经理变动对开放式基金业绩的影响研究——建立以基金
经理评价为核心的基金投资选择评价体系 (摘要)

..... 姚小军 苏昌景 (465)

基金公司投资决策体系比较研究 (摘要)

..... 陆金海 余述胜 杨宏亮 葛俊杰 (467)

宏观环境类

一等奖 (471)

通货膨胀影响资本市场的实证研究

..... 诸建芳 孙稳存 孙小溪 刘 可 (471)

二等奖 (513)

我国股票市场传导货币政策的实证分析

..... 黄 琳 罗标强 李秀玉 耿芙蓉 (513)

股票市场传导货币政策的实证分析与实验研究

... 仲伟周 胡 莹 金 帆 王新红 李 丹 赵 媛 (537)

三等奖 (559)

次贷危机形成的根源和传导扩散机制研究 (摘要)

..... 张 宪 王 伟 刘振聚 (559)

通货膨胀影响资本市场的实证研究 (摘要)

..... 黄常忠 卢 婷 聂小丽 辛 扬 (560)

我国证券市场印花税制度研究 (摘要)

..... 洪 明 徐海洋 祖广平 (562)

中国经济周期研究及应对当前周期调整的方案 (摘要)

..... 银国宏 谭 崧 (564)

通货膨胀影响资本市场的实证研究(摘要)

..... 董先安 李世光 郭奔宇 殷 韦 (566)

投资者教育专项课题类

一等奖 (571)

投资者教育评价体系研究

..... 王 伟 温 渤 李 钦 谢 希 (571)

二等奖 (599)

北美投资者教育实践对我国的借鉴与启示

..... 蒋健蓉 (599)

我国证券市场中小投资者教育有效途径探讨——投资者教育经典案例研究

... 崔 桦 姚春元 杨 扬 邓咸锋 徐辉磊 李寅康 (621)

三等奖 (645)

境外投资者教育理论与实践借鉴研究(摘要)

..... 封文丽 (645)

基于投资者心态模型下的对沪、深股市惯性与反转效应研究(摘要)

..... 王素芬 朱 曦 李明亮 周新辉 (647)

暴涨—暴跌模型 VS 正确的投资理念(摘要)

..... 滕 泰 王国平 刘 哲 (649)

证券公司核心竞争力类

一等奖 (653)

证券公司核心竞争力的评价和培育问题研究

... 成国平 朱有为 夏爱学 宋艳锺 包学诚 张巧琴 (653)

二等奖 (686)

我国证券公司核心竞争力评价的实证研究

..... 曹松涛 林喜鹏 张晓凌 (686)

中国证券公司核心竞争力评价模型与实证研究

..... 王国顺 郑 准 杨 昆 张 超 (710)

三等奖 (739)

我国证券公司核心竞争力评价体系实证研究 (摘要)

... 吴永敏 杨 晟 石 慧 徐 青 戴欢欢 邓咸锋 (739)

我国证券公司核心竞争力评价体系研究——金融危机下券商
核心竞争力之国际比较 (摘要)

..... 毕子男 朱伟骅 罗旷怡 李敬国 张铁毅 (741)

中国证券公司核心竞争力研究 (摘要)

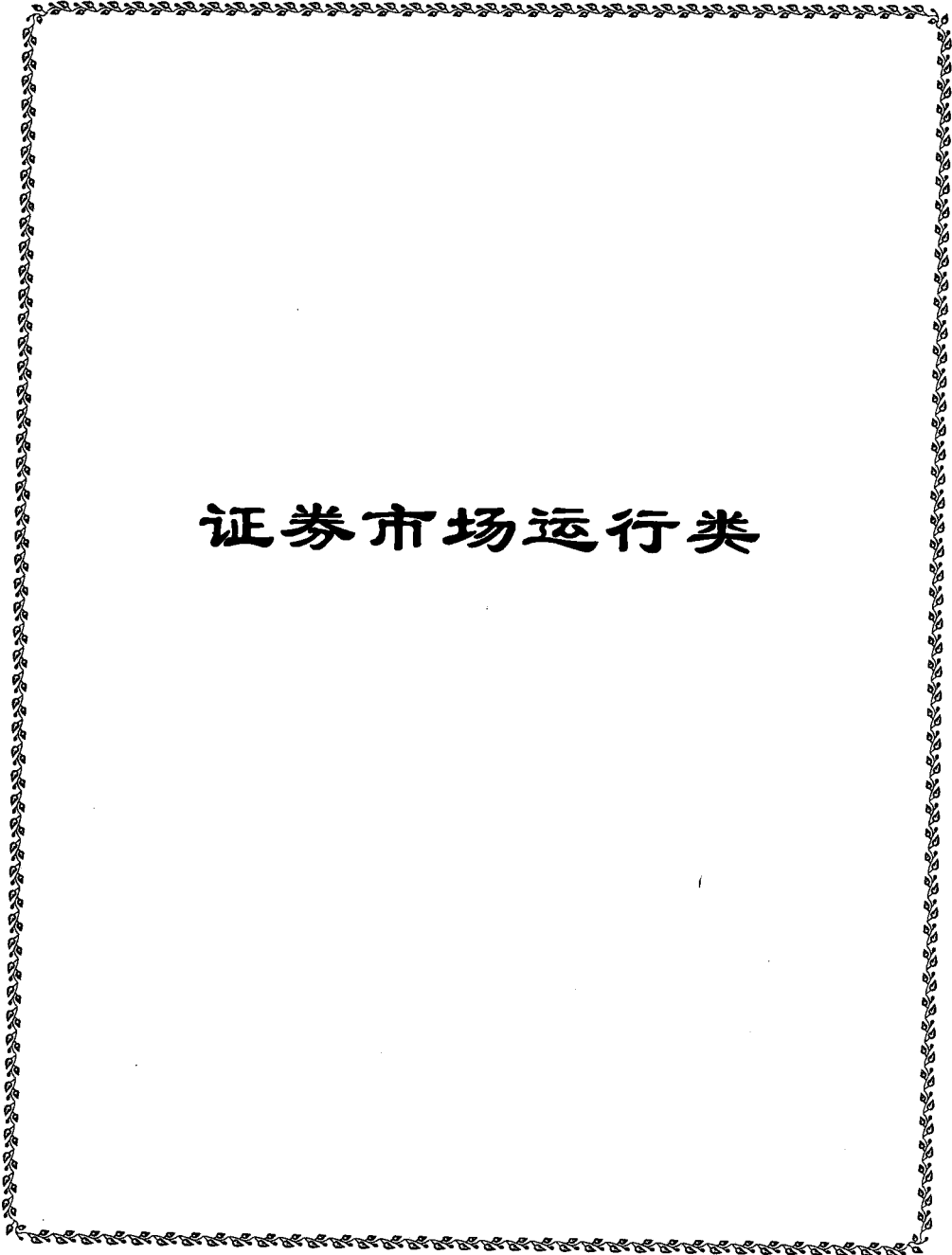
..... 郁忠民 姚兴涛 周 侃 郭 敏 李剑峰 (743)

从美国金融危机看中国证券公司核心竞争力的培育 (摘要)

..... 尹筑嘉 黄建欢 林穗林 文风华 (745)

论我国证券经纪业的竞争力——基于产业组织理论的分析 (摘要)

..... 蔡 咏 赖海峰 (747)



证券市场运行类

A 股系统性风险时变估计方法 及实证研究

• 刘景德 张 捷

1. 导 论

1.1 国内关于系统性风险研究的现状

次贷危机爆发后,全球股市持续动荡,中国 A 股亦不能独善其身。上证综指自 2007 年 10 月中下旬以来持续暴跌,最低下探到 1664 点,距离 6124 的高点最大跌幅高达 72.83%,几乎将牛市成果吞没殆尽。国际金融危机的肆虐,A 股市场的大开大阖,再一次让人们深刻意识到资本场所蕴含的巨大系统性风险。

自 William · Sharpe 在 1964 年创立 CAPM 模型以来, β 系数成为系统性风险估计的主流方法。在美国、加拿大、英国等资本市场较为成熟的国家或地区,标准普尔、道琼斯等著名中介机构都定期公布各股票的 β 系数,向投资者揭示上市公司的系统性风险。目前,国内有关系统性风险的研究也大多沿着 CAPM 的思路展开,并建立在对个股 β 系数估计的基础上。研究主要集中于以下几个方面:(1) 系统风险的相对比例构成。国内学者研究的总体结论是我国证券市场系统性风险比例整体上呈现下降趋势,但仍大大高于西方成熟证券市场(施东辉,1996;张人骥,2000;王宗军,2002;宋增基,2004)。(2) 各个市场之间的风险传递机制研究。这方面的研究主要是运用格兰杰因果性检验和协整方法,在市场之间展开讨论(耿广棋,2002;薛昕,2007)。(3) 对我国资本市场系统性风险成因的探讨。国内理论界虽然对系统风险的成因尚未达成共识,但这一领域的研究成果却十分丰硕,如马君潞(2004)以及阎东明、张华伦(1996)等。(4) 系统风险其他度量手段的研究。如基于混沌和分形理论的股市系统风险测度与监控的框架性方法(张梅琳,2008)、基于在险价值(VaR)的系统风险度量指标(曹雪平,2006)等。