

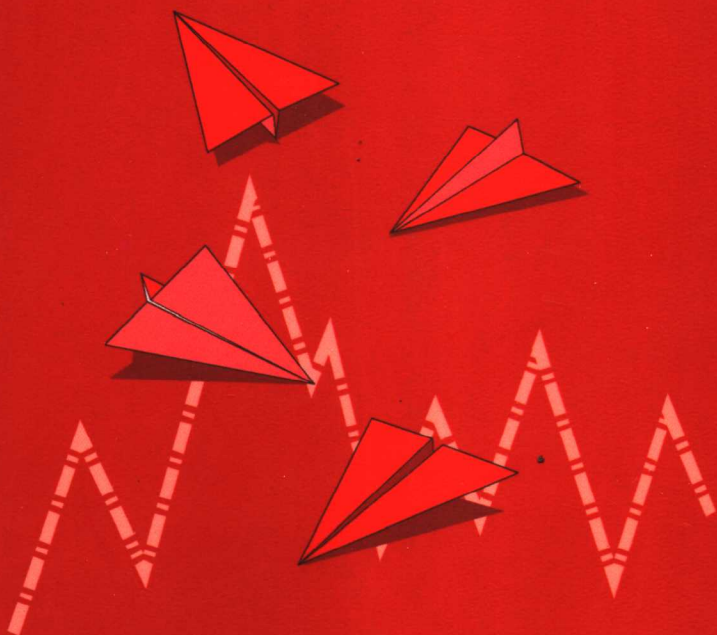
深圳证券交易所综合研究所

研究报告

RESEARCH REPORT

❖ 2004 ❖

张育军 主编



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

深圳证券交易所综合研究所

研究报告

RESEARCH REPORT

❖ 2004 ❖

张育军 主编

江苏工业学院图书馆
藏书章



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

深圳证券交易所综合研究所研究报告. 2004/张育军主编.
- 北京: 中国经济出版社, 2005.7

ISBN 7-5017-7160-X

I. 深… II. 张… III. 资本市场-研究报告-世界
- 2004 IV. F831.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 084162 号

出版发行: 中国经济出版社 (100037·北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址: WWW.economyph.com

责任编辑: 肖玉平 (010-68355415 13801035415)

责任印制: 张江虹

经 销: 各地新华书店

承 印: 北京市君升印刷有限公司

开 本: 1/16 印 张: 41.5 字 数: 606 千字

版 次: 2005 年 7 月第 1 版 印 次: 2005 年 7 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 7-5017-7160-X/F·5746 定 价: 68.00 元

版权所有 盗版必究 举报电话: 68359418 68319282

服务热线: 68344225 68369586 68346406 68309176

序 言

2004 年是中国资本市场发展史上具有开拓意义的一年。2 月 1 日，国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，深化了全社会对发展资本市场重要性及其规律的认识，确立了资本市场改革与发展的任务和指导思想。5 月，经国务院同意，中国证监会批准，中小企业板在深交所设立并正式启动，从而拉开了中国多层次资本市场建设的序幕。在这一背景下，2004 年综合研究所研究报告结集出版了，在此我向广大研究人员表示祝贺，并对他们在中国资本市场和中小企业板研究方面付出的辛勤劳动表示感谢。借此机会，我想就推出中小企业板的意义和中小企业板建设的战略谈几点看法。

中小企业板的设立是党中央、国务院审时度势作出的英明决策，体现了资本市场服务于国民经济全局、实现与国民经济协调发展的战略，具有重大的现实意义和深远的历史意义。

具体说来，首先必须明确的是，从科学的发展观看，大力发展中小企业是实现全面建设小康社会战略目标和构建和谐社会的必由之路。因为从现实情况看，中小企业发达的地区，建设小康社会的经济基础比较扎实，建设的进程比较快，社会也更为和谐。所以，从一定意义上讲，中小企业的成长和发展是缩小城乡差距、解决贫富悬殊矛盾、减轻就业压力和协调区域经济发展不平衡的最有效手段之一，也是解决全面小康社会建设路径的一个重要方面。对不发达地区或以农业为主的地区来说，将发展中小企业作为一项重要工程，像重视农业问题那样重视中小企业，从长远看，必然增强区域经济发展的可持续性。

从中小企业现状看，改革开放 20 多年来，中国一大批各类中小企业，特别是科技型中小企业在蓬勃发展。十六大全面建设小康社会战略目标的提出，修宪的完成，进一步拓宽了中小企业的发展空间。现在的

中小企业与我们以前想象的中小企业已经不一样了，它们不仅有融资方面的需求，而且有实现跨越式发展的欲望，更有改善治理结构的要求。中小企业板的推出适应了这些企业的发展需要。与整个庞大的中小企业数量相比，目前进入中小企业板的上市企业数量虽然还较少，但一年来的实践表明，中小企业板作为满足中小企业融资需求的直接融资平台和产权流转平台，其独特的引导、示范、规范和催化效应已经初步显现。

从资本市场来讲，中小企业板的推出体现了中国多层次资本市场建设的内在要求，促进了我国多层次资本市场体系的建设和规范化发展。这是由于中小企业板是服务于中小企业发展的市场，因而是多层次资本市场体系的一部分。目前，资本市场的现状还不可能承受创业板市场带来的冲击。如果现在一步推出创业板，让投资者花钱购买未来，市场体系的系统性风险必然加大。中小企业板的推出体现了改革的力度、发展的速度与市场的承受程度相统一的原则。随着中小企业板建设的深入，建立一个初具规模、适应中小企业成长特性的创业板市场，一个初步完备的多层次资本市场体系将是水到渠成的事。

关于规范发展中小企业板的战略，可从五个方面着手：

第一，坚持信心是中小企业板建设之基的理念，从严监管，努力打造诚信之板。资本市场现在最需要的是信心。中国经济 20 多年年平均 9% 以上的增长速度，银行的居民储蓄存款近 14 万亿元，一部分先富裕起来的地区，一部分先富裕起来的人，需要多种投资渠道。这一强大的投资需求得以实现要以信心为基础。

第二，坚持创新是中小企业板建设之魂的理念，依靠制度创新，依法治市。制度创新是中小企业板发展的动力，但必须依法进行。从交易所的层面讲，“依法”就是要依据国家法律和政策，依据中国证监会的法规，根据资本市场和交易所发展的状况，不断出台规范各类市场主体行为的规定，并切实按照具体规定去办。需要强调的是，制度创新要完全按照《证券法》等法律的规定也是不可能的，《证券法》和《公司法》还在修改中，特别是我国证券市场发展变化快，法律关系调整跟不上这种变化。即使今天修改后的《证券法》也不可能完全接近现实中的法律关系。在这种情况下，就得不断提出修改建议，但不一定要否定它。所

以，中小企业板制度创新既要考虑现有的法律法规框架，但又不能拘泥于此。

第三，坚持上市公司质量是中小企业板建设之根的理念，从源头抓起。中小企业板发展可概括为八个字，“监管、创新、培育、服务”。这个“八字方针”就是力争从源头上通过培育和服务过程，将最具成长性和有市场潜力的企业推向资本市场。因为现在资本市场最主要的问题是上市公司质量。只有将上市公司质量抓上去了，中小企业板的可持续发展才有切实保障。

第四，坚持服务是中小企业板建设之本的理念，不断改善服务，为上市企业发展提供最优质的资本市场服务。这个服务是一个大服务概念，不仅仅限于一般意义上的热情接待和业务指导，它首先体现在资本市场对上市公司的治理规范上。所有规范董事、董事长和高管人员行为的法规都是为了提高公司治理水平，促进公司治理结构的转变。最终检验能否提供最好的服务，还是要看上市公司最终发展的结果。中国资本市场能否培育出像微软等世界 500 强的大企业，关键还是要看大服务概念下的公司治理规范的水平。

第五，坚持沟通、理解和合作的理念，充分调动社会各方面的力量，合力推进中小企业板建设。建设好中小企业板，深交所不可能包打天下，需要依靠全社会各方面的力量。首先是中央政府，国务院各有关部委，包括国家发改委、科技部等政府部门；其次，地方各级政府、证监会各派出机构、保荐机构和媒体也是我们依靠的力量。发展中小企业板恰恰是各方面所关注的焦点，能找到共同点。地方政府通过中小企业板促进中小企业成长可繁荣地方经济，证券机构在目前市场条件下，无论是搞理财、自营还是经纪业务，短期内难以摆脱困境，而从长远看，做好保荐工作，为中小企业服务是中小券商成长的一条捷径。大券商今后要发展成为行业老大，也必须走这条路。证监会派出机构也是这样，现在他们中的大多数忙于风险处置，不仅没有给地方政府带来利益，反而让地方政府出钱、出力，而派出机构如果注重中小企业上市培育工作，实际上是为资本市场发展，为地方经济发展做实实在在的贡献，肯定会受到地方政府的欢迎。

历史赋予了深交所建设中小企业板的使命。现在看来，完成这一使命具备了良好的基础和条件。但也应该看到，我们还面临许多挑战，我们要走的将是一条充满艰辛的希望之路。这就需要我们根据尚福林主席在今年全国证券期货工作会议上的讲话精神，“认真总结中小企业板经验，探索与中小企业特点相适应的发行审核、上市交易、信息披露等制度安排”，在中小企业板建设中，监管要有新思路，创新要有新突破，各项工作要有新举措。为此，研究工作要常抓不懈，要有前瞻性、基础性和系统性。值2004年研究报告结集出版之际，我衷心希望综合研究所的研究人员能够以科学发展观为指导，以高度的责任感和历史使命感，以更加饱满的热情和更优异的研究成果，为中国多层次资本市场建设做出新的贡献。

是为序！

陈东征
2005年6月

目 录

序言	陈东征 1
第一篇 中小企业的外部股权融资：需求与效果	陈斌 1
1.1 问题的提出	3
1.2 研究思路	4
1.3 理论与研究综述	6
1.4 实证分析设计	9
1.5 实证分析结果	16
1.6 启示与建议	23
附录 样本公司的基本情况	25
参考文献	32
第二篇 上市公司控制结构披露的市场反应与政策意义	段盛华 34
2.1 导言	35
2.2 控制结构及其披露的理论与假说	37
2.3 研究设计	50
2.4 样本选取的基本原则	52
2.5 市场反应的计算测量	57
2.6 市场反应的回归模型	63
2.7 实证结果的解释与讨论	71
2.8 实践意义与政策建议	73
附录 1 公司章程中董事候选人提名权利的一个随机统计	76
附录 2 事件研究计算过程	82
附录 3 样本选择	85

附录 4 超额收益率的比较	91
附录 5 回归分析模型	97
参考文献	106
第三篇 跨境证券结算问题研究	周琳杰 112
3.1 国外跨境证券结算的发展	115
3.2 跨境证券结算的一般模式	125
3.3 跨境证券结算的难点分析	129
3.4 我国开展跨境证券结算的初步实践	143
3.5 基本建议	151
附录 1 Giovannini 小组提出的影响跨境结算的障碍及排除 措施	155
附录 2 三十人小组 (G30) 的二十条建议	157
附录 3 当地代理人方式的跨境证券结算流程	159
附录 4 重要名词	161
参考文献	163
第四篇 非流通股股东的“自利”行为、流动性价差和 流通股东的利益保护	何卫东 165
4.1 流通股东利益保护的理论分析	167
4.2 实证检验的研究设计	172
4.3 现金股利政策	178
4.4 非流通股股东的“利益输送”行为	184
4.5 再融资行为的实证检验	191
4.6 实证检验的主要结论	196
参考文献	199
第五篇 中小企业板开放式集合竞价效果实证研究	周锋 200
5.1 导言	202
5.2 样本和指标选取	208
5.3 实证与分析	213

5.4 两个推论	221
5.5 结论及建议	226
参考文献	229
第六篇 我国发展上市房地产基金研究	毛志荣 230
6.1 导言	232
6.2 我国发展 REITs 产品的前景分析	233
6.3 我国上市房地产基金 (LPFs) 的结构和运作概述	248
6.4 我国 LPFs 产品的结构功能和要求	254
6.5 监管原则和实施	272
6.6 LPFs 产品对市场的影响	278
6.7 总结和政策建议	282
附录 1 我国 LPFs 设计所涉及的主要法规	285
附录 2 REITs 上市获益分析 - 举例	286
附录 3 REITs 评估计算实例 - Asbury Park Properties	287
附录 4 美国 REITs 结构分析	289
附录 5 美国 REITs 分红税收计算	291
参考文献	292
第七篇 公司治理：大贷款人监督及其经济后果	胡奕明等 295
7.1 导言	296
7.2 贷款数量、期限及保证类型与企业的财务状况	296
7.3 贷款定价与企业财务状况	303
7.4 银行贷款的经济后果	306
7.5 相关建议	307
参考文献	309
第八篇 我国上市商业银行监管的分工与合作	蔡奕 315
8.1 导言	317
8.2 上市商业银行的法律属性与法律适用	318
8.3 上市商业银行的法律冲突	324

8.4 我国对上市商业银行的主要监管机构和监管权限	328
8.5 我国现行监管体制的弊端	333
8.6 我国上市商业银行监管模式的选择	342
8.7 我国上市银行监管分工的原则	352
8.8 完善我国上市银行监管分工与合作机制的政策建议	362
参考文献	380
第九篇 货币市场与资本市场连通问题研究	王一萱、屈文洲 382
9.1 货币市场与资本市场连通的理论基础	386
9.2 我国货币市场与资本市场的现状与国际比较	395
9.3 货币市场与资本市场连通的国际经验	405
9.4 我国货币市场与资本市场连通的实证分析	422
9.5 我国资本市场与货币市场连通的 policy 建议	442
附件 1 我国货币市场主要组成部分的发展状况	449
附件 2 我国资本市场主要组成部分的发展状况	459
参考文献	463
第十篇 指数调整事件股价与成交量效应研究	邢精平 465
10.1 引言	469
10.2 指数调整效应文献回顾与研究设计	471
10.3 上证 180 指数成份股调整效应实证研究	480
10.4 深证 100 指数成份股调整效应实证研究	490
10.5 深圳成份股指数调整效应分析	498
10.6 指数调整启示与政策建议	505
附录 我国主要成份指数编制与调整	508
参考文献	515
第十一篇 我国发展股票指数期权问题研究	于延超 517
11.1 引言	519
11.2 我国发展股票指数期权的必要性分析	519
11.3 我国发展股票指数期权的可行性与约束条件分析	525

11.4 我国发展股票指数期权的路径选择	530
11.5 总结与基本建议	542
附录 1 国际衍生产品市场巨亏案例分析	544
附录 2 海外股票期权市场的发展状况	550
附录 3 韩国证券交易所股票指数期权发展分析	558
附录 4 股票指数期权合约设计与分析	561
附录 5 股票指数期权交易制度设计与分析	566
附录 6 股票期权定价研究	569
附录 7 交易所对股票指数期权市场风险的防范与控制研究	576
参考文献	582
第十二篇 证券投资者信心指数开发研究	宋军 584
12.1 证券投资者信心及其指数构建的意义	586
12.2 投资者信心的概念化和操作化	591
12.3 问卷设计	599
12.4 问卷数据整理和分析	600
12.5 指数计算方法	600
12.6 投资者信心指数的发布	605
附录 1 调查问卷	606
附录 2 国内外相关研究综述	609
参考文献	614
第十三篇 关于 T+0 制度和做市商制度的	
研究	宋军、张光毅、曾鹭坚 616
13.1 T+0 回转交易制度研究	619
13.2 我国推行做市商制度研究	632
参考文献	649
后记	张育军 650

第一篇 中小企业的外部股权 融资：需求与效果

【内容提要】

本报告应用金融经济学的企业资本结构理论分析我国中小企业的股权融资需求问题，报告通过实证研究的方法考察中小企业在进入股票市场前后的企业融资结构特点，分析股票市场为解决中小企业融资问题的作用，同时，根据实证研究的结果，提出若干以促进中小企业发展为目的的政策建议。

1. 金融经济学理论指出，企业应当根据自身的成长特性进行融资，通过债务融资方式支持收益风险较低的业务，通过股权融资方式支持风险较高的增长机会；对面临激烈竞争的企业，应把“财务力量”作为一项竞争优势，选择低财务杠杆的保守融资策略。中小企业具有显著的规模小、成长性好、市场竞争激烈的企业特征，因此，中小企业的融资结构选择应以股权性融资为主。这一结论同时也为资本结构理论的大量经验研究成果所证实。

2. 通过报告设计的实证分析框架，研究发现，缺乏股票市场融资渠道的我国中小企业的融资状况的主要特点是：首先，中小企业的由成长性特点所决定对股权性融资的特别需求不能在实际中得到体现。中小企业的由市场竞争特点决定的对股权性融资的特别需求不能在实际中得到体现。其次，中小企业的融资决策更多是由企业短期经营活动的需要和融资市场环境的条件所决定，而企业自身的财务结构没有成为重要影响因素。第三，中小企业可能被迫主要以融入短期债务资金的方式来维持企业经营、保证企业盈利，这种融资方式同时也加大了企业的财务风

险。

3. 实证研究表明, 股票市场融资渠道的增加改善了中小企业的融资状况: 首先, 上市扩大了中小企业的规模, 规模的扩大同时也提高了企业的债务融资能力。具体表现为, 一方面企业规模的扩大有利于企业信誉的提高, 增强了获取银行信贷资金的能力, 另一方面企业规模的扩大降低了企业的财务危机成本, 减轻了企业进行债务融资时, 财务危机成本对其的限制。其次, 上市增加了中小企业的融资方式, 使得企业可以通过股权性融资的加入, 来降低企业的债务比率, 特别是长期债务比率, 从而有效应对了激烈竞争的要求。第三, 上市提高了中小企业融资行为的规范性。

4. 实证研究还发现, 我国股票市场的再融资功能可能没有充分发挥出应有的效率, 而传统的认为科技型中小企业存在着更强股权融资需求的观点并没有得到充分的证据支持。

5. 结合我国中小企业发展与资本市场发展的现状, 报告认为, 股票市场是促进中小企业发展的重要途径。根据实证研究的结果, 有益的参考性政策建议是: 一是坚定不移推进创业板市场建设, 为更多中小企业开辟股权融资市场。二是针对现有中小企业股权融资的特点与效果, 进行有针对性的融资市场制度创新, 具体为: (1) 适当放宽中小企业在股票市场的上市条件, 通过增加企业规模和盈利标准的弹性, 鼓励更多的中小企业到股票市场上市; (2) 促进中小企业的发展, 更应该强调的是企业的成长性, 而不是企业的科技属性, 开设为成长性企业服务的创业板市场比单纯开设为科技型企业服务的科技板市场更为必要; (3) 适当调整现有股票市场的再融资政策, 使再融资政策的具体要求与企业的竞争性、成长性等特点相联系, 使再融资政策的最终目标为促进企业的融资效率。

关键词: 中小企业 股权融资 需求 效果 创业板 资本结构

1.1 问题的提出

中小企业是市场经济体系中活跃的、发展前景良好的企业类型。受企业规模和企业所处生命周期的影响，中小企业普遍具有高成长和高经营风险的特性。与这一特性相对应，企业融资需求的满足及其程度成为制约中小企业发展的瓶颈。现实中，特别是在我国，中小企业普遍存在着融资难的困境。

解决中小企业的融资困境，关键是结合中小企业的特性，选择并大力发展适合的融资渠道，对此理论学者做了大量的相关研究。林毅夫、李军（2001）指出，由于我国是“劳动密集而资本稀缺”为特征的要素禀赋结构，从融资成本考虑，劳动密集型企业从资本市场直接融资是不经济的，解决中小企业融资难的出路是发展中小金融机构。李扬、杨思群（2001）认为“应以自由资本精神来考虑中小企业融资”，大力发展民间金融，把风险投资作为中小企业权益性融资的重要途径。

“中小企业”是一个外延宽泛的企业类型概念，我国就把企业职工人数在 2000 人以下，或销售额在 30000 万元以下，或资产总额在 40000 万元以下的企业统称为中小企业（工业类）^①。因此，不同类型的中小企业的融资结构特征存在很大的差异。对于处于初创期的企业结构较为单一的中小企业和已经处于成长、成熟期的股份制中小企业而言，其企业的融资需求无论是来源或规模都是完全不同的，比如，初创期的中小企业更倾向于私人资本（Private Equity）、风险资本（Venture Capital）的融资方式，而处于成长、成熟期的股份制型中小企业更多选择银行信

^① 根据《中小企业标准暂行规定》，国家经贸委、国家计委、财政部、国家统计局 2003 年 2 月 19 日联合发布。

贷、股票市场发行等方式。因此，深入探讨和解决中小企业的融资问题，必要的前提是界定具体细分类型的中小企业的融资问题。

当前，我国经济和中小企业发展的实际表明，在我国转型经济的背景下，创新经济、民营经济的发展培育出了一批具有相当规模，对国民经济产生较大影响力的中小企业，这批企业普遍具有融资难的问题，同时存在着外部债权性融资（如银行贷款）、外部股权性融资（如证券市场的 IPO、风险资本）等的多种融资选择。那么，什么是适合此类中小企业的最优融资方式？股票市场在解决这些企业的融资问题时起到了怎样的作用？对股票市场而言，需要在哪些层面上做必要的改进，或者进行相应的制度安排？对这些问题的回答，虽然目前有比较成型的见解，但基于理论的阐述分析还稍显不足，尤其是缺乏实证性数据的支持。

本研究应用金融经济学理论，通过实证性研究的方法探讨以上问题。报告共分五个部分，除本部分问题的提出外，第二部分为研究思路，第三部分为理论综述，第四部分为实证分析设计，第五部分为实证分析结果，最后是启示与建议。

1.2 研究思路

本研究的基本分析工具是金融经济学的企业资本结构理论。企业的资本结构（Capital Structure）即企业的融资结构。企业的融资结构，指的是企业融通资金不同方式的构成及其融资数量之间的比例关系，它反映了企业各项资金来源的组合情况。企业的资金来源，主要分为股权融资（包括外部股权融资和内部股权融资，前者主要是发行股票，后者主要是企业的留存收益转股本）和债务融资两种。

从 Modigliani 和 Miller 提出 MM 理论开始，企业资本结构的研究作为现代金融经济学研究的重要内容得到飞速发展。总体看，企业资本结构理论的核心，一是研究企业资本结构与企业价值的关系，二是研究影响企业资本结构的因素。企业资本结构理论主要有无税和有税 MM 理论、考虑代理成本和破产成本的权衡理论、优序融资假说、信号理论、

企业控制权理论，考虑市场竞争条件、融资条件、和企业成长的资本结构新理论等多个流派。企业资本结构理论的发展，特别是对企业资本结构影响因素的研究进展，为企业如何进行融资结构的选择提供了有力的理论分析工具。

本研究的思路是，首先，对企业资本结构理论研究中关于企业融资结构与成长性、竞争性、规模等因素变量的主要研究结论进行回顾和总结，从理论上探讨为什么说外部股权融资是中小企业融资方式的优先选择。这将一方面回答本研究的第一个问题“什么是适合此类中小企业的最优融资方式？”另一方面，则为回答本研究的另两个问题而需要进行的实证分析研究进行理论上的准备。

其次，在理论与研究回顾的基础上，报告将建立一个我国中小企业资本结构决定因素的解釋模型，通过一组中小企业在股票市场的上市前后的企业融资结构影响因素的状况及其变化，探讨其融资结构状况变动的原因，特别是外部股权性融资所带来的效果。即回答本研究的第二个

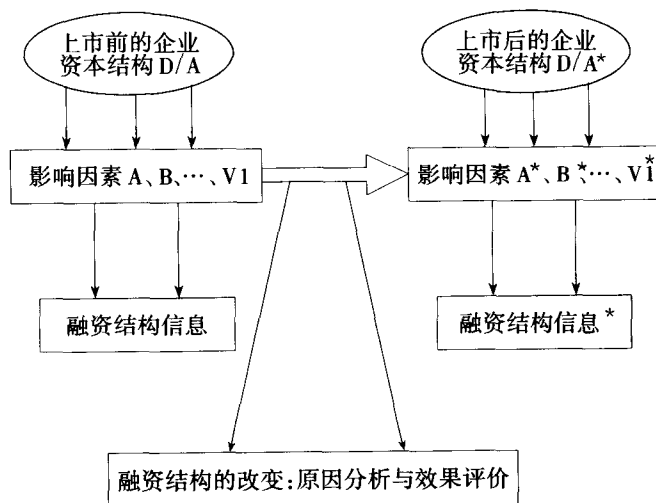


图 1-1 实证分析设计思路