

Chinese stock market:
changes of systems and creation of products

中国证券市场

制度变迁与产品创新

Chinese stock market: changes of systems and creation of products

徐旭初 黄华继◎著



中国财政经济出版社

中国证券市场： 制度变迁与产品创新

徐旭初 黄华继 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国证券市场：制度变迁与产品创新/徐旭初，黄华继著．—北京：中国财政经济出版社，2007.8

ISBN 978 - 7 - 5095 - 0120 - 7

I . 中… II . ①徐…②黄… III . 证券交易 - 资本市场 - 研究 - 中国
IV . F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 116761 号

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：100036

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

北京中兴印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 18.5 印张 210 000 字

2007 年 8 月第 1 版 2007 年 8 月北京第 1 次印刷

印数：1—3 060 定价：29.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 0120 - 7/F·0104

(图书出现印装问题，本社负责调换)

序

改革开放后,我国恢复了资本市场,至今不过二十多年,但资本市场却一直是学术界、产业界和政府关注的热点或焦点。情况之所以如此,大概是因为资本市场涉及的利益主体为数众多,企业关注资本市场的融资功能,投资者关注资本市场的收益功能,政府则关心资本市场能否健康发展。二十多年来,中国资本市场的发展取得了一定的成就,但同时也暴露出诸多问题,对于取得的成就进行总结、对于存在的问题进行研究具有十分重要的现实意义。

仔细阅读了全部书稿,作为同样是进行投资学教学与研究的一名教师,同时也是作为一个读者,我感觉本书具有较为鲜明的特色。首先,这本书的体系性和逻辑性较强。从中国资本市场的历史回顾、金融体系的制度变迁到证券市场的制度变迁及证券市场的产品创新,环环相扣,层层深入,充分展示了我国资本市场的制度变迁与产品创新。其次,本书的内容较新。由于作者长期从事资本市场方面的教研工作,对我国资本市场理论有着较为深入的了解,因此他们能够把读者带到资本市场理论的前沿,有助于读者全面系统地了解和分析我国资本市场问题。第三,本书有不少创新之处。比如,对我国权证市场的风险分析、运用F-O模型对我国股市股改前后投资环境的变化进行实证分析、从“对价”性质的分析着手分析后股改时代股市的运行特征、对金融产品创新逻辑与方法的总结等,都是此前同类著作中没有或少见的。

我与本书作者相识并共事多年,在我的印象中,他们治学一贯严谨,也从来没有停止过对中国资本市场的关注与研究。可以说,《中国证券市场:制度变迁与产品创新》是他们十多年来苦心钻研的结晶,内容丰富系统,并具有一定的前瞻性。本书稿完成之际,受作者之托,写下上面的几段话,是为序。

丁忠明
于安徽财经大学
2007年6月

前言

从1995年前后我们开始关注并研究中国证券市场发展的有关问题，但作为并不敏锐的教研人员，一直没有找准研究的方向和突破口，这种状况一直持续到2000年前后。近几年来，随着教学与研究工作的深入和年龄、阅历的增长，我们开始将关注点集中于对制度变迁与产品创新方面的研究，制度变迁与产品创新同属资本市场创新范畴，且两者联系十分紧密，可以说，对于我国证券市场而言，没有制度创新就没有产品创新，制度创新为产品创新提供前提与土壤。在长期的研究中，逐步形成了一些自己的认识与观点，并写下了本书。

本书分四篇，共十一章。第一篇仅有一章，是对中国资本市场的回顾与展望。

第二篇由第二章与第三章构成，是金融体系变革篇。论述了我国金融体制变革的重大问题（主要包括金融业开放与混业经营的趋势）及其对证券市场的影响。证券市场是金融市场的子市场，金融体制的重大变革必然影响证券市场的发展。第二章通过分析指出金融业开放是中国金融业的必然选择，在这一大的背景下，资本市场相应推出了QFII制度与QDII制度，同时人民币汇率制度变革作为更加开放条件下的必然选择，势必也会对我国证券市场产生重大影响。在我国，金融混业已初露端倪，并最终成为一种制度安排，混业一方面可以提高证券业的经营效率，另一方面会给我国证券市场带来较大的风险，对于影响与风险规避对策的分析构成了第三章的主要内容。

第三篇由第四章到第七章构成，是证券市场体制变革篇。它回顾了我国证券发行体制、交易体制、监管体制的历史变革，并在深入分析的基础上，对证券市场体制变革的未来趋势提出了自己的认识和见解。股权分置改革是我国资本市场发展史中的一件大事，也是我国证券市场体制的一次革命性变迁，所以本篇中的第七章对股权分置改革的历史必然性、取得的成功经验及其对中国证券市场的影响进行了深入的分析。

第四篇由第八章至第十一章构成，是金融产品创新篇。它首先分析了金

融产品创新的逻辑与方法，对我国证券市场产品创新进行了概括性介绍，并依次着重分析了我国权证产品、股指期货产品及基金产品，分析的层面涉及产品设计的目的、可行性、功能、收益与风险管理。

在本书即将完稿之际，要对许多在我们写作过程中提出过见解和指导的同事表示感谢。他们是安徽财经大学副校长丁忠明、经济金融学院教授周加来、潘淑娟、经济金融学院副教授张长全、王浩、文忠桥。同样要对在我们写作过程中做过其他协助工作的同事表示感谢，他们是经济金融学院的周海林、张博、颜廷峰、李蔚、苏振天、潘婷。在此特别感谢的是丁忠明副校长一直关注本书的写作，并提出了许多宝贵的建议，给了我们很多启示，同时本书也是他主持的投资学精品课程建设成果的一部分。

本书由安徽财经大学经济与金融学院徐旭初主持并负责审定，其中第二、三、七、八、九、十章由徐旭初执笔，其余部分由黄华继执笔。

我们期待着广大读者的批评与建议。您可以通过电子信箱地址与我们联系：徐旭初（xuxc838@sina.com）；黄华继（huanghj@163.com）。

作者
2007年6月

目 录

第一篇 历史回顾篇

第一章 我国证券市场发展的历史回顾·····	(3)
第一节 金融体系的变迁与证券市场的发展·····	(3)
第二节 我国证券市场发展的历史进程·····	(9)
第三节 我国证券市场存在的问题与未来发展·····	(19)

第二篇 金融体制变革篇

第二章 证券业开放及其对证券市场的影响·····	(29)
第一节 对外开放是我国证券市场的必然选择·····	(29)
第二节 QFII 制度及其对我国证券市场的影响·····	(36)
第三节 QDII 制度及其对我国证券市场的影响 ·····	(46)
第四节 人民币汇率制度变革及其对我国证券市场的影响·····	(49)
第三章 混业经营及其对证券市场的影响·····	(54)
第一节 混业经营模式选择的合理性分析·····	(54)
第二节 混业经营模式对我国证券市场的影响及相关对策分析 ·····	(61)

第三篇 证券市场体制变革篇

第四章 我国证券发行体制的历史变革与创新发展·····	(69)
第一节 我国证券发行方式的历史沿革·····	(69)
第二节 我国证券发行审核制度的历史沿革与创新发展·····	(74)

第三节 我国 IPO 定价机制研究	(81)
第五章 我国证券交易体制的历史变革与创新发展	(87)
第一节 我国证券交易市场的结构分析	(87)
第二节 公司上市及企业海外上市	(91)
第三节 我国证券交易机制创新	(97)
第四节 我国的场外交易市场	(100)
第六章 我国证券监管体制变革与创新发展	(108)
第一节 证券监管的理论探讨	(108)
第二节 证券监管体制	(119)
第三节 证券市场信息披露制度	(124)
第四节 完善我国证券监管的思考	(130)
第七章 股权分置改革及其对证券市场的影响	(142)
第一节 股权分置改革的历史必然性	(142)
第二节 股改对股市运行环境的影响分析	(151)
第三节 后股改时代股市的运行特征分析	(162)

第四篇 金融产品创新篇

第八章 证券市场产品创新的逻辑与方法	(171)
第一节 金融工具的创新逻辑	(171)
第二节 工程技术：金融产品创新的重要方法	(176)
第三节 我国证券市场的产品创新	(181)
第九章 权证产品创新与风险管理	(187)
第一节 权证概述	(187)
第二节 权证的理论价格	(191)
第三节 我国证券市场中的权证产品	(197)
第四节 对我国权证市场价格风险的实证分析	(200)

第十章 股指期货产品的设计与风险管理	(220)
第一节 股指期货概述.....	(220)
第二节 股指期货交易制度.....	(226)
第三节 股指期货产品的风险管理.....	(229)
第四节 我国证券市场即将推出的股指期货.....	(234)
 第十一章 我国基金产品的设计创新与管理	(242)
第一节 我国证券投资基金概述.....	(242)
第二节 ETF 和 LOF	(246)
第三节 基金的绩效和风险评估理论.....	(254)
第四节 私募基金在我国的发展.....	(266)
第五节 我国基金业及基金产品未来的发展.....	(272)
 参考文献	(280)

第一篇

历史回顾篇

第一章 我国证券市场发展的历史回顾

证券市场是金融市场的核心，是一国金融体系中不可或缺的重要组成部分。我国证券市场的建立与发展是与我国金融体系的发展进程紧密相联的，从我国金融体系演绎与变迁的过程中可以看出我国证券市场的产生、发展的原因、过程与未来的趋势。

第一节 金融体系的变迁与证券市场的发展

从宏观角度来看，金融体系的改革和模式的转变实际上也就是一国金融体系中机构设置、制度、业务等方面的变迁以及相应的监管制度等方面的变革等等。我国金融体制真正进入市场化的变迁过程是在 1979 年改革开放以后。之前，我国一直实行计划经济体制，金融体制也一直属于大一统的管理体制，一切经济活动和金融活动都受政府管制，没有商业性特征。因此，本章研究的是改革开放以后金融体系的变迁与证券市场的产生与发展的问題。

一、我国金融体系的历史变迁

我国的金融机构主要包括银行部门、保险部门、证券部门等。改革开放后，我国金融体系的历史变迁大体可分为以下几个阶段：

（一）1979 年改革开放到 20 世纪 80 年代中末期：突破了大一统的金融经营模式，证券业开始起步

这一阶段是我国金融体系进行改革的起始阶段，金融机构设置也开始有了相应的变化，主要表现在建立了以中央银行为核心，商业银行为主体，多

种金融机构并存的公平竞争的金融体系。

在此期间，政府加大了对银行体系的改革力度，主要包括：结束了多年以来“大一统”的金融运行方式，建立了多家专业银行与其他金融机构，形成了银行最初的商业化经营方式；一大批新兴的股份制银行不断出现，包括中信实业银行、交通银行、招商银行、深圳发展银行、广东发展银行、福建兴业银行等；城市信用社也先后建立。此外，保险业全面恢复，政府开始强调中央银行的宏观调控职能，中央银行体制正式确立。

1979年到1985年，证券业起步。改革开放初期，国家为了筹集建设资金和平衡财政预算，在1981至1985年连续发行中长期国库券，大大刺激了国债市场的发展，一些企业债券和金融债券也不断出现。同时，股份制经济开始发展，国家注意到股份制经济发展的巨大潜力，于1984年将股份制引入到公有制的改造之中。自1984年11月上海飞乐音响公司第一次向社会公众发行股票以后，大批大中型企业开始公开发行股票，这大大促进了国内股票市场的发展。

从整个宏观层面来看，这一阶段金融业的发展主要还是体现在银行业。其他部门虽然也有快速发展趋势，可从规模上来看还显得微不足道，证券业刚刚起步，但它为以后的发展提供了最原始的基础条件。

(二) 20世纪80年代中末期到90年代前期：金融各个部门进行自我调节和稳步发展，证券市场正式确定

经过改革开放后一段时间的发展，绝大多数的金融单位在规模上都得到了扩大，同时有些部门内部缺陷也开始暴露。这一阶段，各部门更多的是对体制进行完善，追求稳定的发展。

首先，银行业进入了稳步发展阶段。这一阶段银行的改革主要体现在对银行一些制度的完善以及一些内控指标的合理化。1983年9月中旬，国务院发布146号文件，规定中国人民银行专门行使中央银行职能，剥离商业性业务。1984年元旦，中国工商银行成立，承办中国人民银行原来在城市工商信贷和储蓄等业务，至此，人民银行开始真正完全行使中央银行职能。央行将商业性业务分离出去，有利于金融业进行针对性的发展，同时也加强了金融体系的宏观调控功能，对稳定货币市场和经济体系、进一步完善我国的金融体系具有十分重要的意义。

其次，此阶段，资本市场逐步形成和建立。经过改革开放后几年的缓慢发展，股票的发行已经形成一定的规模，柜台交易出现。由于柜台交易存在

诸多的不便，这一阶段股票交易量并不大。而同一时期，债券的规模却有了很大的发展，在短短的四五年内，单单国债的发行就增长了两三倍，企业债券也呈几何基数上升。债券不但规模发展了，品种也丰富了。以国债为例，这一阶段国债的品种很多，如建设债券、财政债券等。1987年国务院颁布《企业债券管理条例》以后，企业债券发行走上正轨，进一步促进了整个债券市场的发展。随着债券市场的发展，区域性的债券交易市场开始出现，如1986年沈阳首次出现了企业债券买卖场所，1988年国库券开始在金融机构的柜台进行交易。为了积极推进我国证券业的发展，中国人民银行又在这一阶段批准设立了几十家证券公司。这些证券公司形成了我国证券二级市场的雏形。虽然当时我国还没有完全的证券交易所，但是在这里成交的债券已经具有一定的规模，对我国经济的发展起到了很大的推动作用。

1990年12月19日上海证券交易所的建立和1991年6月4日深圳证券交易所的正式营业标志着我国证券交易市场的正式建立，从此拉开了我国证券市场波澜壮阔发展的帷幕。

(三) 1994年至今：各部门在完善制度、加快法制建设的基础上，健全体系，快速发展，证券市场进入高速发展阶段

随着市场化程度的提高，金融部门商业化性质变得更为明显。2001年末，中国成功加入WTO，面对外资金金融机构挑战，国内金融机构压力重重。因此，1994年以后特别是东南亚金融危机和入世以后，内资金融机构进一步加快了发展步伐，积极适应国际金融市场，为国内市场完全开放作准备。

商业银行业方面，这一时期是银行业确立商业化运作的过程。最重要的是国有商业银行在向商业化转变过程中取得了一系列成就。主要包括：首先，1995年开始实施的《中华人民共和国商业银行法》确立了商业银行在法律上的地位，并以法律的形式规定了其职能。其次，商业银行与政策性银行分离，主要体现在1994年三家政策性银行的组建；再次，证券业同银行业的分离，这也是国家对银行业进行业务规范的主要措施，主要目的是为了控制经营风险。

中央银行方面，这一阶段是中央银行进一步加强中国人民银行宏观调控职能的阶段，1993年年底，国务院发布《关于金融体系改革的决定》，要把人民银行办成真正的中央银行。其主要目标之一是建立在国务院领导下独立执行货币政策的中央银行宏观调控体系，并对人民银行各级机构的职责、改革和完善货币政策体系、健全金融法规与强化金融监管、改革人行财务制度

等方面提出了系统要求。

保险业方面，1992年以后是保险业快速发展的阶段。这一阶段不论是保险公司自身规模还是业务规模都有了很大的扩张。保险业开始向多元化市场竞争发展，大量新兴的保险公司不断出现，外资保险也开始抢占内地市场。保险业在这一阶段的发展还表现在大量保险代理公司、保险经纪人公司的出现。

证券业方面，20世纪90年代中期以来是资本市场规模快速膨胀的时期，尽管经历了2000年下半年至2005年近5年的漫长熊市，但整体而言，我国的证券市场经历了天翻地覆的变化。这一时期，中国资本市场规模不断扩大，如股票市场，1991年的时候上市公司仅有14家，到了1999年达到了近1000家，股本总额也从当初的6亿多元增加到近3000亿元，截至2006年底，据证监会统计，沪深两市上市公司1421家，总市值90599亿元，股票市值与国内生产总值的比例由股权分置改革前的17.7%提高到51.3%。上市公司全年分红约850亿元，投资回报能力提升。2006年沪深两市日均成交382亿元，A股筹资2432亿元，两项指标均创历史最高水平。与此同时，期货市场交易活跃，全年成交21万亿元，同比增长56%。仅2006年，证券投资基金发行88只，首发规模达到3812亿元，其中股票类基金（包括股票型、混合型）68只，首发规模达到3134亿元，超过了过去几年基金发行的总和。随着股价的上升和上市公司数量的不断增加，从2006年开始中国股市的总市值超过了韩国，成功进入世界前10位。尽管这个阶段有着通货膨胀的因素在内，但是这种增长仍然是举世无双的。1998年底，第九届全国人民代表大会常务委员会第六次会议通过了《中华人民共和国证券法》，这从法律上更加完善了证券市场，大大促进了证券业的发展，提高了资本市场的运作效率。2005年10月27日十届全国人大常委会第十八次会议通过修订后，于2006年1月1日起实施《中华人民共和国证券法》。《证券法》的修订以党的十六大、十六届三中全会及《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》精神为指导，针对原《证券法》存在的制度性缺陷进行了重大修改。这次修改充分体现了科学发展观的精神以及构建和谐社会的理念，强调了规范与发展并举、公平与效率兼顾的思想，重视了对投资者权利的保护，完善了证券市场的监管体制，健全了上市公司、证券公司和证券服务机构等市场主体的诚信体系建设。这一时期，相对于银行业和保险业而言，资本市场的发展更为迅速。

二、直接融资需求拉动证券市场的快速发展

改革开放以前，由于我国长期实行计划经济体制，金融的含义仅限于间接融资，“大一统”的中国人民银行体制占据着金融体系的全部内容。改革开放以来的二十多年时间里，才逐步放宽了对市场融资行为的限制，虽然至今银行融资仍是我国企业，特别是国有大中型企业融资的主要方式，但随着市场经济体制的确立，以及建立现代企业制度的要求，融资的市场化促进了企业外部融资模式的转变。从企业角度来看，企业特别是国有企业在经济转轨和自身建立现代企业制度的过程中，因政府提供的资金基本停滞增长，有些领域国家投资还应撤出，而国有银行因其自身市场化的原因，在经营方式上发生了较大的改变，使企业获得信贷资金的难度加大。为满足资金需求，企业不得不寻求非政府、非银行渠道的融资，产生了多种模式融资的巨大需求，市场化融资成为了企业融资来源的必然选择。通过市场融资，企业不仅可以藉此满足经营中的营利性、流动性与安全性的需要，对于建立现代企业制度，实现股份制改造，完善企业治理结构等方面都具有积极的促进作用。从另一方面来说，客观经济环境的变化也促成了以市场化方式直接融资成为可能。伴随着我国经济体制的改革，国民收入分配格局、国民储蓄以及可支配收入等方面都发生的巨大变化，居民个人和家庭手中可支配收入越来越多，金融与企业部门的可支配收入在下降，政府财政部门份额基本不变，再加上传统的通过金融中介方式的银行融资途径存在着诸多的限制与不足，无法完全满足经济发展过程中储蓄者与投资人的需要。从储蓄者方面来看，储蓄者固然可以购买和持有金融机构发行的各种间接金融资产，但以银行存单为主的间接金融资产，对于储蓄者来说，往往流动性与收益性不可兼得，例如，存款虽有较高安全性，但要么收益低（活期存款），要求流动性差（定期存款）。因此，间接融资往往难以满足储蓄者兼顾流动性和收益性的投资目标。直接融资恰好弥补了间接融资这方面的缺陷，它提供的股票、债券以及其他融资证券，虽然安全性较银行发行的证券低，但具有较高的收益性和流动性。因此，直接融资为那些以追求收益性和流动性为主要目标的储蓄者提供了储蓄投资的理想场所和形式。企业作为金融市场上的主要资金需求者，必然也将伴随着市场投资主体与融资方式的变化而调整其融资策略与模式。

我国金融领域发生的深刻变化，也印证了这一观点。表现在融资市场

上，直接融资特别是股票市场得到了快速发展，在国民经济中的地位和作用越来越突出，我国经济的证券化率在不断提高，虽然 2001—2005 年，我国股票市场行情的持续走低，暂时抑制了证券市场融资的增长势头，但 2006 年股票市场的井喷行情，一扫多年证券市场萎靡不振的颓势，从一个中长期发展的趋势来看，证券市场的发展前景令人欢欣鼓舞。良好的市场前景，快速增长的趋势，使得我国金融市场特别是股票市场日益发展与壮大，企业在选择融资方式时，自然会更偏向于通过股票市场实现其融资与扩张。从表 1-1 中可以看出，近十年来我国经济（GDP）以年均超过 8% 的速度增长，股票市场的总市值十年增长了近十倍；证券化率也从十年前不到 7%，快速上升至 50% 以上，股票市场的发展速度远远快于国民经济整体增长的速度。

表 1-1 我国经济增长与股票市场的发展（1995—2006 年）

	GDP (亿元)	股票市场总市值 (亿元)	上市公司家数	上证指数	证券化率
年份	年度累计	期末	期末	期末	证券化率 (%)
2006	209407	107265.66	1421	2675.47	51.22
2005	183868	36436.11	1377	1161.06	19.82
2004	159878	41317.35	1373	1266.5	25.84
2003	135823	47885.15	1287	1497.04	35.26
2002	120333	42819.32	1223	1357.65	35.58
2001	109655	48918.62	1160	1645.97	44.61
2000	99215	52103.35	1088	2073.48	52.52
1999	89677	28735.97	949	1366.58	32.04
1998	84402	21245.12	851	1146.7	25.17
1997	78973	19754.19	745	1194.1	25.01
1996	71177	11894.23	530	917.02	16.71
1995	60794	4393.54	323	555.29	7.23

资料来源：根据 wind 金融资讯整理。