



上海證券交易所  
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

# 上海證券交易所 研究報告

## 2016

【博士后專輯】

吳 清 ○ 主 編

黃紅元 張冬科 闕 波 ○ 副主編

上海人民出版社



上海證券交易所  
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

# 上海證券交易所 研究報告

---

2016

---

【博士后專輯】

吳 清◎主編

黃紅元 張冬科 闕 波◎副主編

**图书在版编目(CIP)数据**

上海证券交易所研究报告.2016.博士后专辑/吴清主编.—上海:上海人民出版社,2016  
ISBN 978-7-208-14152-0

I. ①上… II. ①吴… III. ①证券交易所-研究报告-中国 IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 261277 号

责任编辑 吴书勇

封面设计 人马艺术设计·储平

**上海证券交易所研究报告 2016**

(博士后专辑)

吴清 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.co)

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 22.25 插页 4 字数 410,000

2016 年 11 月第 1 版 2016 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-14152-0/F·2415

定价 68.00 元

# 总 序

纵观近代世界经济发展史,国家层面的竞争常常集中表现为经济和金融的竞争。特别是在经济金融化与金融全球化的背景下,各金融中心的竞争日益激烈,资本市场的竞争力和发达程度俨然已成为一国竞争力的重要标志。

改革开放以来,我国社会主义市场经济体制不断完善,国民经济高速增长,经济总量持续扩大,对外开放不断深化。当前,我国已成为世界第二大经济体。在全球金融秩序重塑的背景下,无论是从全球竞争角度,还是从国家战略层面来看,我国资本市场都必须积极作为、有所作为,努力成为有力支持国家改革发展、高效配置国内国际资源的重要载体。过去 26 年,我国资本市场在改革中发展,在曲折中前进,由小到大、由弱变强、由不规范到逐步规范,发生了历史性变化。在这一过程中,作为我国资本市场运行的核心枢纽,上海证券交易所发挥了重要作用。当前,上海证券交易所改革发展正站在一个新的历史起点上。上海证券交易所将在中国证监会党委领导下,与广大会员一道,认真履行组织市场、监管市场、发展市场的重要职责,致力于将上海证券交易所建设成为一线监管有力、风险防范到位、服务能力突出、管理运作科学、优秀人才辈出的世界级交易所。

创新发展,研究先行。建设世界级交易所,需要有一流的研究队伍、一流的研究能力、一流的研究成果。面对资本市场新一轮改革开放,面对市场发展不断出现的新情况、新问题、新任务,我们必须矢志不渝地增强研究能力,提升研究水平,贡献具有前瞻性、引领力的研究智慧,从而准确把握改革发展的脉搏和趋势,在时代浪潮中抢占先机、赢得主动,推动交易所更好地发挥自身的功能和作用。

长期以来,上海证券交易所高度重视研究工作和研究队伍建设。目前,上海证券交易所设有资本市场研究所作为专门的研究部门。上海证券交易所资本市场研究所按照“围绕中心、服务大局”的理念(即围绕全局性、前瞻性、引领性研究,服务上海证券交易所中心工作和我国资本市场建设大局),聚焦证券市场重大基础性、战略性和前瞻性问题,开展长期、深入研究,取得了一批丰硕的研究成果,在业界产生了积极影响。为更好地发挥交易所研究工作的独特优势,扩大交易所研究成果的影响力,努力成为市场发展战略的规划者、先进金融知识的传播者和各类市场疑

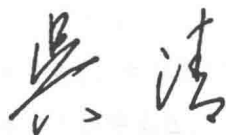
惑的解惑者,我们精心挑选出近三年的优秀研究论著,编辑出版《上海证券交易所研究报告 2016》(上卷、下卷、博士后专辑)。

这套丛书以我国资本市场改革发展为主线,展现了上海证券交易所近年来的改革和发展历程,突出反映了上海证券交易所作为资本市场组织者和一线监管者的所思、所想、所谋。同时,这套丛书还从不同角度探讨了资本市场发展的前沿问题,体现了上海证券交易所资本市场研究所的工作成果和研究水平,书中大量的数据和观点有助于我们更加全面、深刻、准确地认识我国资本市场的发展进程和内在规律。

这套丛书具有十分鲜明的特点。第一,开放性。在研究思路,丛书坚持多元化、开放式的分析思路,既有宏观研究,又有微观剖析;既有理论探讨,又有实证检验;既有横向比较,又有纵向梳理,从多维度、全方位深入研究资本市场相关重大问题,从而使丛书更具代表性。第二,专业性。在研究方法上,丛书采取比较严谨规范的现代学术研究方法、研究工具以及现代经济金融理论,对资本市场领域相关重点问题进行抽丝剥茧式剖析与专业性研究,从而使丛书更具专业性与权威性。第三,前沿性。在研究选题上,丛书着重研究资本市场领域的相关热点与重点问题,但又不拘泥于此类问题,同时力图跟踪全球资本市场发展的前沿问题与最新动态,与全球资本市场发展保持同步,从而使丛书更具前瞻性。

我希望,以这套丛书的出版为契机,上海证券交易所资本市场研究所能够牢记使命、脚踏实地、守正出奇,坚持“选题前瞻、方法专业、思想开放”的研究风格,将自身打造成为特色鲜明、引领发展、与世界级交易所相匹配的专业化高端智库,力争形成一批具有战略性和全局性意义、有突破且能落地的决策咨询内参,产出一批具有公信力、影响力和知名度的研究成果,培育一批用实功、出实招、求实效的专业研究人才,为上海证券交易所迈向世界级交易所目标,为我国资本市场长期稳定健康发展,提供强有力的智力支持和人才保障。

在《上海证券交易所研究报告 2016》即将付梓之际,抚卷作此文,以为序。



上海证券交易所理事长

2016年10月

目录

|     |                                        |
|-----|----------------------------------------|
| 1   | <b>第一篇 市场篇</b>                         |
| 3   | 推进股票发行注册制改革的路径研究——基于制度、行为与效率的视角        |
| 43  | 注册制下的证券监管权力配置研究                        |
| 76  | 中国信用债市场违约风险识别与防控机制研究                   |
| 109 | 证券投资基金评级体系优化研究                         |
| 145 | 对外开放格局下的证券交易所转型研究——基于交易所国际化最优选<br>择及分析 |
| 181 | <b>第二篇 公司篇</b>                         |
| 183 | 上市公司价值创造与资本市场效率                        |
| 219 | 市值管理工具的有效性检验                           |
| 252 | 上市公司现金分红研究                             |
| 285 | 商誉监管问题研究                               |
| 321 | 薪酬管制背景下国有控股上市公司股权激励研究                  |

# 第一篇 市场篇



# 推进股票发行注册制改革的路径研究<sup>\*</sup>

## ——基于制度、行为与效率的视角

孙 亮

### 内容提要

推进股票发行注册制改革是近期资本市场改革的重点,但当前市场各界对注册制改革还存在一定的误解。为什么要进行注册制改革?注册制是什么,是不审核吗?怎么推进注册制改革?……相关问题并没有完全“解释清”、“研究透”。本文拟通过严谨的科学分析从“为什么”、“是什么”、“怎么做”三个维度回答上述问题。

本文的研究起点始于问题,拟通过构建一个被国外学者所忽略的供求分析框架来分析造成当前效率低下(融资规模偏小、价格形成机制不完善、上市成本高)的成因,并在此微观基础上从两方面进行检验:行政“越位”—供给管制—发行市场低效、监管“缺位”—需求异化(信息不充分)—发行市场低效,以揭示A股发行市场背后“制度—行为—效率”的内在逻辑,并引出当前推进股票发行注册制改革的原因(为什么)。

在回顾中国新股发行体制变迁的基础上,对美国、德国、中国香港、日本、中国台湾等境外市场的股票发行上市制度进行梳理及总结。虽然在政府与市场关系、形式与实质审核方面各市场略有差异,但公平与效率的平衡、以信息披露为中心等均为各地发行上市制度的共性所在。基于此,本文拟在厘清中国股票发行注册制改革的内涵与基本思路,对审不审、谁来审、审什么、怎么审等问题进行探讨(是什么)。

---

<sup>\*</sup> 文章有删减,如需全文请联系作者本人, L\_SUN001@hotmail.com。本文部分内容已公开发表,未经授权不得转载。对于任何未经授权而对本文所载内容进行使用、披露、分发、变更之行为及由此产生的后果,由相关人员自行承担法律责任。

本文的政策措施部分严格遵循“制度—行为—效率”的逻辑主线,基于市场调研及模型检验,分别从需求、供给两个视角对注册制下如何提高信息披露质量(优化精简招股说明书等发行上市文件),如何逐步放松新股供给管制两个关键问题进行重点研究并提出具体建议。结尾部分则对完善退市制度、加大违规成本、完善行政和解及集体诉讼制度、探索做空机制等配套制度进行了探讨(怎么做)。

此外,本研究还具有一定的应用价值。对“制度—行为—效率”内在关系的梳理及揭示并不局限于股票发行注册制改革,还可扩展至资本市场,对研究当前中国经济改革实践中的其他重大问题同样具有一定的借鉴意义。

## 一、绪论

### (一) 研究意义(略)

### (二) 研究目标与基本框架

#### 1. 研究目标

本项目研究源于实践问题,目标明确,拟通过严谨科学的分析从“为什么”、“是什么”、“怎么做”三个维度回答上述问题,以期为下一阶段注册制改革提供具有可操作性的参考意见。

具体而言,包括以下内容:

一是为什么进行股票发行注册制改革?(为什么)

二是什么是股票发行注册制?(是什么)

(1) 境外市场股票发行上市制度有哪些模式?

(2) 中国股票发行注册制改革的背景、内涵及思路是什么(审不审、谁来审、审什么、怎么审等)?

三是怎样推进注册制改革以促进市场效率提升?(怎么做)

(1) 需求视角:如何提高信息披露质量(优化精简招股说明书等发行上市文件)?

(2) 供给视角:如何逐步放松新股供给管制?

(3) 其他配套制度。

## 2. 基本框架

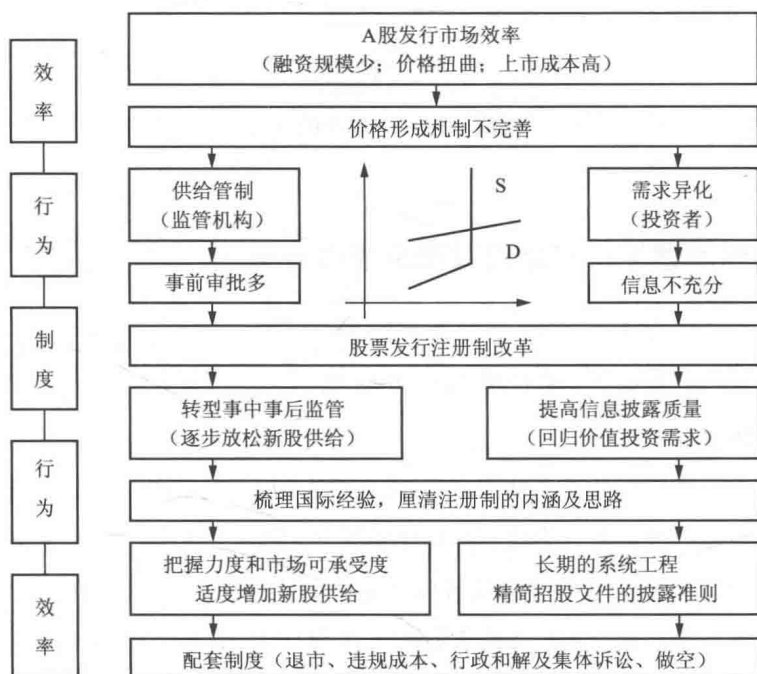


图1 全文基本框架

## 二、文献综述与全文逻辑主线

### （一）股票发行市场的定价效率研究（略）

1. 信息不对称与一级市场效率
2. 噪声交易者与一级市场效率
3. 制度变迁与一级市场效率

### （二）制度改革与市场效率的关系研究（略）

### （三）本文逻辑主线：制度—行为—效率

制度、行为、效率不仅是影响经济系统的重要变量，在相对出清的股票市场上三者有着更加密切的联系。特定的制度组合会影响相应投资者的行为，这些行为将最终决定市场效率。在现实市场中，股票市场的制度组合会影响市场各利益主体的行为，进而决定效率高低。反过来，动态地看制度的变迁，实际上是

各利益主体不断博弈的结果,源头上受到效率的影响。这三者之间是相互影响的互动传导关系。

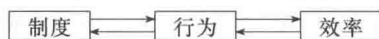


图2 制度—行为—效率的互动传导机制

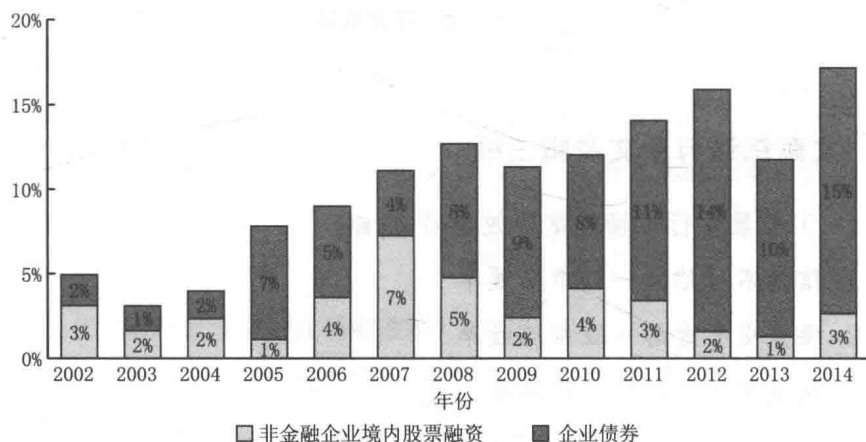
### 三、中国股票发行市场的效率及原因分析

#### (一) 中国股票发行市场的效率分析

##### 1. 融资规模偏小,发行节奏非市场化

##### (1) 融资规模偏小

融资是股票市场的基本功能之一,但在过去的10余年时间,全社会间接融资比重过高,相反,以股票发行为代表的直接融资方式远未能充分发挥资金融通的功能。从2002年至2014年,全社会融资规模总量从2.01万亿元增长至16.41万亿元,但非金融企业境内股票融资规模始终未突破0.58万亿元,所占比重年均3%左右。



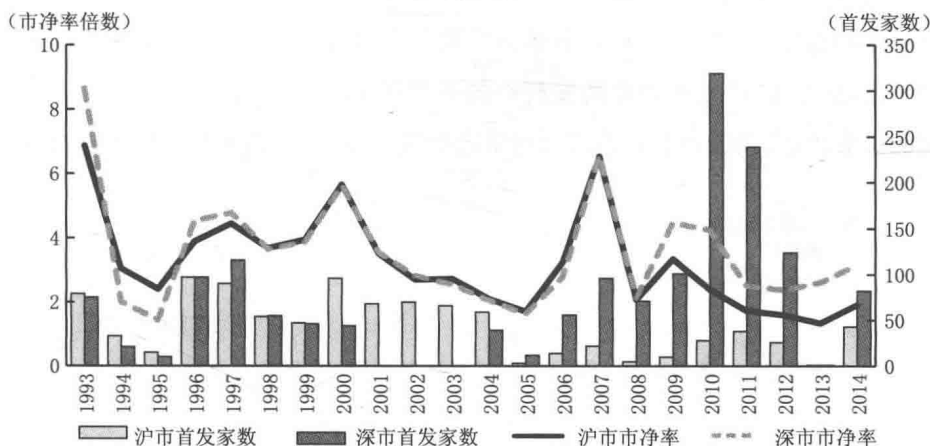
资料来源:《中国统计年鉴(2014)》、中国人民银行官方网站。

图3 中国直接融资占社会融资比重(2002—2014年)

##### (2) 融资节奏非市场化

就中国A股发行市场而言,托宾Q理论并不成立。1993年至今,沪深两市场的新股发行家数与市场估值水平并无明显的正相关性。在上一轮牛市顶点2007年,新股发行总量仅118家。而在新股发行数量最高的2010年为347家(沪市28家,深市319家),市场估值水平处于历史低位(市净率沪市2.39倍,深市4.25倍),

环比更出现下滑。



资料来源:Wind 资讯。

图4 A股首发融资家数与估值水平(1993—2014年)

## 2. 价格形成机制不健全,脱离企业基本面

### (1) 抑价与溢价常伴随,传统效率指标欠妥

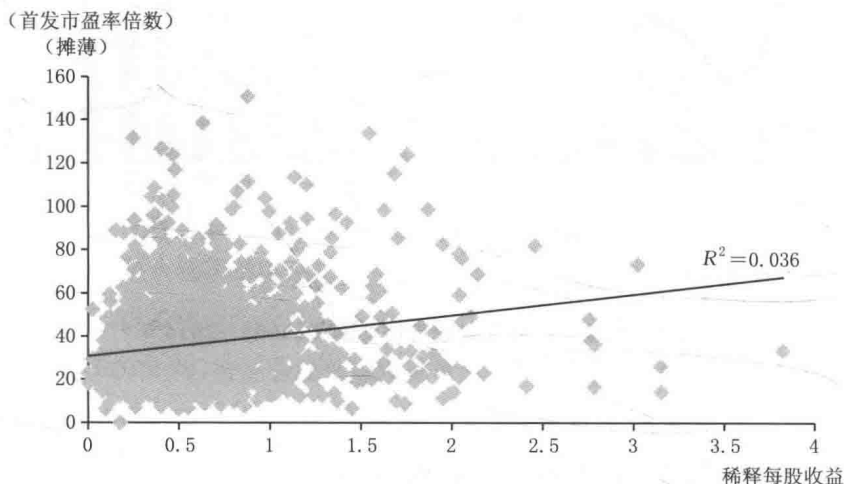
西方学术界通常采用IPO抑价率(新股首日收盘价格/新股发行价格)或其调整值(新股上市收益率)作为衡量股票一级市场效率的指标并以此进行回归分析。其理论逻辑在于“市场理性环境—抑价发行—促进申购——完成承销”。但中国股票市场总体还未达到成熟阶段,投机性相对较强,发行人及中介机构并无降低价格以保障承销的动机,上述传导机制并不适用于境内市场。

中国新股发行体制自1993年统一的证券市场成立以来,始终伴随市场发展不断改革与调整,具体表现在发行审核制度、定价制度、配售制度三方面。每次制度调整对股票发行市场,尤其是价格均有重要的影响。在市场化改革过程中,限定市盈率、窗口指导等也作为辅助的方式应用于某一阶段的新股发行实践(如发行市盈率不超过23倍、发行市盈率不超过行业平均值、新股上市首日涨幅累计不超过144%等)。由于上述政策存在反复,因此中国新股价格除了“过低的抑价”外,还常表现为“过高的溢价”(如某阶段的新股“三高”),学术上单纯将新股首日收盘价格及发行价格作为关键指标不符合中国市场实际。

### (2) 发行定价与企业基本面无相关性(1993—2014年)

本节并未选取传统抑价率或其调整指标,也未采取传统计量方法对1993—2014年的新股发行市场效率进行回归检验,而是以首发市盈率、每股收益、净资产

收益率为核心指标进行相关性分析。从统计特征看,1993—2014 年以来中国新股的发行市盈率呈现一定的波段性特征。伴随新股政策的松紧调节,首发市盈率在宽松期普遍较高,如 2011 年新研股份的发行市盈率达到 150.8 倍;在调控期则普遍平稳,如 2014 年陕西煤业的发行市盈率仅为 6.2 倍。相较而言,有关公司基本面的每股收益、净资产收益率指标则呈随机性分布,并没有明显的周期波动特点。



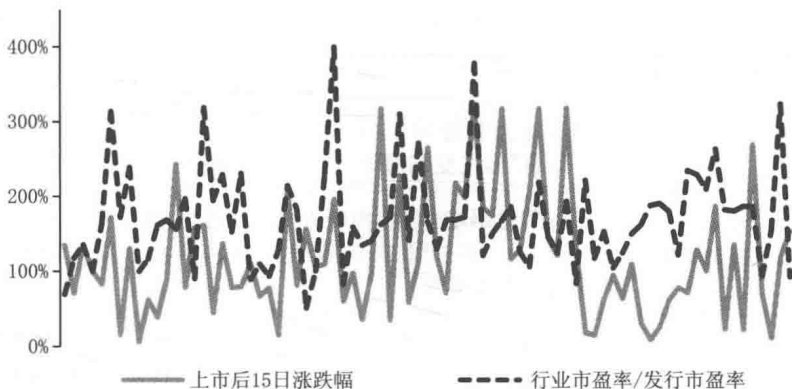
资料来源:Wind 资讯。

图 5 中国新股首发市盈率与稀释每股收益(1993—2014 年)

### (3) 中国新股的异象:定价受制于二级市场

基于中国 A 股市场的自身结构及特点,一级市场价格很大程度上受到二级市场炒新的影响。具体而言,新股发行定价建立在二级市场炒作基础上,最终由二级市场买单,处于信息弱势位置的广大中小投资者往往是亏损者。相比于价值投资由企业基本面到股票发行价的估值方法,中国新股的定价逻辑为:二级市场行业市盈率—二级市场价格—一级市场价格—上市前转让价格(PE 入股价格等,如有)。从理论上讲,在公司股票挂牌上市从而形成公开市场价格前,无论是 IPO 股票发行估值或 PreIPO 私募股权估值,卖方(老股东)、买方(投资者)以及相关的中介机构会对合理交易定价进行初步的讨论,即通常情况下当前股票或股权定价水平应是合理预期其未来在目标上市证券市场同类股票波动区间的不同程度折扣。<sup>①</sup>

<sup>①</sup> 黄明等:《二级市场对发行定价机制的影响——一、二级市场价格关联度分析与思考》,北京证券期货研究院,2014 年 3 月。



资料来源：Wind 资讯。

图 6 新股上市后 15 日涨跌幅与发行偏离值(2014 年 6—12 月)

3. 企业上市难,隐性成本居高不下

企业在境内上市,不仅需要支出保荐承销费、审计验资费、律师费、披露费等正常的显性费用,还将承担巨额的隐性成本,具体包括准入成本、信息披露成本、财经公关成本、时间及机会成本、抑价成本等,呈现“五高”特征。这些隐性成本通常不予披露,但却对企业上市形成极大阻力,个别发行人甚至为此付出上亿元的代价。<sup>①</sup>

表 1 境内发行上市成本构成

| 类别   | 项 目        | 成 本                         | 度 量                                               |
|------|------------|-----------------------------|---------------------------------------------------|
| 显性成本 | 财务顾问费      | 参照行业标准,双方协商                 | 50—100 万元左右                                       |
|      | 保荐承销费      | 参照行业标准,双方协商                 | 占融资额的 3%至 10%                                     |
|      | 审计验资费      | 参照行业标准,双方协商                 | 200—500 万元                                        |
|      | 律师费        | 参照行业标准,双方协商                 | 100—300 万元                                        |
|      | 路演、披露、印花税等 | 参照相关标准制定                    | 200—400 万元                                        |
|      | 上市初费       | 按公司股本规模分档收取                 | 30—65 万元                                          |
|      | 上市年费       | 按公司股本规模分档收取                 | 5—15 万元                                           |
| 隐性成本 | 准入成本       | 发行上市条件过严,缺乏弹性               | 财务盈余管理、税务调节(根据企业个体情况,部分涉及违法行为,补税、补社保等 2 000 万元以上) |
|      | 信息披露成本     | 招股说明书等披露要求繁冗、质量低(非投资决策信息偏多) | 大量精力准备文稿;商业秘密、个人隐私等信息外溢(成本难以量化)                   |

① 孙亮、黄欢、邢立全、曹旭:《注册制下降低企业上市成本的建议》,上海证券交易所,2015 年 3 月。

(续表)

| 类别               | 项 目     | 成 本 度 量                                                             |
|------------------|---------|---------------------------------------------------------------------|
| 隐<br>性<br>成<br>本 | 财经公关成本  | 媒体及公关公司以“广告费、合作费”形式变相敲诈 50—2 000 万元(根据企业个体情况)                       |
|                  | 时间、机会成本 | 发行节奏不确定;审核期内股权转让、增资扩股、并购重组、债权融资等受限 从受理到发行需 2 年以上;失去其他业务发展机会(成本难以量化) |
|                  | 抑价成本    | 量价双控:新股发行量占比 25%,发行市盈率 23 倍 实际融资低于正常水平(部分新兴行业 50%以下)                |

资料来源:根据企业、券商调研及公开信息整理,仅供参考,如有偏误以实际发生额为准。

(1) 准入成本高——条件过严

当前发行上市条件过严,门槛高。一是持续盈利要求过高,未针对不同行业加以区分,严重违背企业正常的生产规律。二是在独立性、规范运行、财务与会计(除持续盈利外)、募集资金运用等其他条件中,有关价值判断的要求过多且存在重复。三是缺乏弹性条款,对 VIE 模式、双层股权架构等创新方式并不认可,包容性较差。

过严的发行上市条件非但没有达到遴选优质企业的初衷,反而将准入成本提高。一方面倒逼潜力资源花费高昂成本变更主体,绕路境外上市;另一方面迫使部分境内拟上市企业耗费大量时间、精力进行非正常的盈余管理、税务调节,进一步加重负担。某些企业甚至涉及违法行为,补缴税款、社保、公积金等支出高达 2 000 万元以上。

(2) 信息披露成本高——要求繁冗

现行标准对拟上市企业招股文件的信息披露要求繁冗。<sup>①</sup>以近几年在沪、港两地上市的郑煤机为例进行对比分析。<sup>②</sup>一是篇幅过长,拼接式特征明显;二是重复性表述频现,同一表述往往反复出现在同一章节、不同章节以及正文与备查文件之间;三是非重点信息披露过细过杂(如公开房产证号、个人身份证号、住所等);四是对业务、财务、风险、募投项目的披露质量低,价值揭示不充分(详见本文第七部分注册制下提高信息披露质量的建议)。

① 信息披露成本的定义参照《新企业会计准则重点难点解析》对会计信息成本的解释:“会计信息的成本包括收集、整理、编制报表、查核验证、分析和解释所付出的代价,甚至包括披露会计信息后在同业竞争中所造成的不利影响等。”

② 郑州煤矿机械集团股份有限公司于 2010 年、2012 年分别发行 A 股、H 股并在沪、港上市。

为满足信息披露要求,企业不仅因整理、查验、沟通(与中介机构、政府等)、分析、评估、完成、修正整套文稿而消耗大量的人力、物力、财力,还将承受商业机密、个人隐私等信息的外溢风险,从而在同行竞争中处于劣势,损失难以估计。

### (3) 财经公关成本高——媒体敲诈

虽然经过前期整治,但针对企业上市的媒体敲诈现象依然普遍存在且呈现出新特征。一是索价攀升、频次提高。二是手段隐蔽,从初期的直接威胁勒索演变为联合财经公关公司收取“广告费”、“合作费”等变相方式。三是参与者增多,涉及国内的某些主流媒体。

失实负面报道本不会影响企业发展,但在上市过程中监管部门对舆情问题较为审慎(可能会中止审查),加之实施媒体敲诈的成本低廉,致使企业通常无法耗费大量精力应对媒体,或承受中止审查带来的隐性损失,为避免负面报道,只能选择支付公关费用。根据企业个体的不同情况,相关支出为50万元至2000万元不等。

### (4) 时间、机会成本高——其他资本运作受限

监管部门对新股发行节奏长期进行调控,审核及发行的速度较慢(从招股资料递交到发行平均时间2年以上)且暂停频繁。从递交申请到完成上市,企业不仅难以把握各环节进程,缺乏稳定预期,还将面临因审核期内股权转让、增资扩股、并购重组、债权融资等受限而丧失其他发展机会,因此机会成本难以量化。

### (5) 抑价成本高——量价双控

尽管《证券法》、《证券发行与承销管理办法》等相关法规中未明确,但监管部门在实际操作中设定了新股规模不得超过总股本25%的数量限制,以及发行市盈率上限的价格约束(如近期的23倍)。通过审核后的发行人大部分只能采取降价缩量的方式以确保获得批文,这不仅直接导致企业首发融资额缩水(部分新兴行业实际融资额仅为正常水平的50%以下),更对发行市场的估值造成扭曲。

## (二) 中国股票发行市场低效的行为分析

### 1. 一个被忽略的分析框架:基于供求视角

目前各界虽对中国发行市场低效的现象已达成共识,但在相关原因的揭示上看法不一。本文认为就当前发行市场和交易市场的价格形成机制而言,虽然各种影响因素盘根错节,相互影响,但最终载体依然是资金流动。因此将资金流动作为根本主线,通过构建一个被国外金融学理论忽视的供求分析框架来研究中国股票