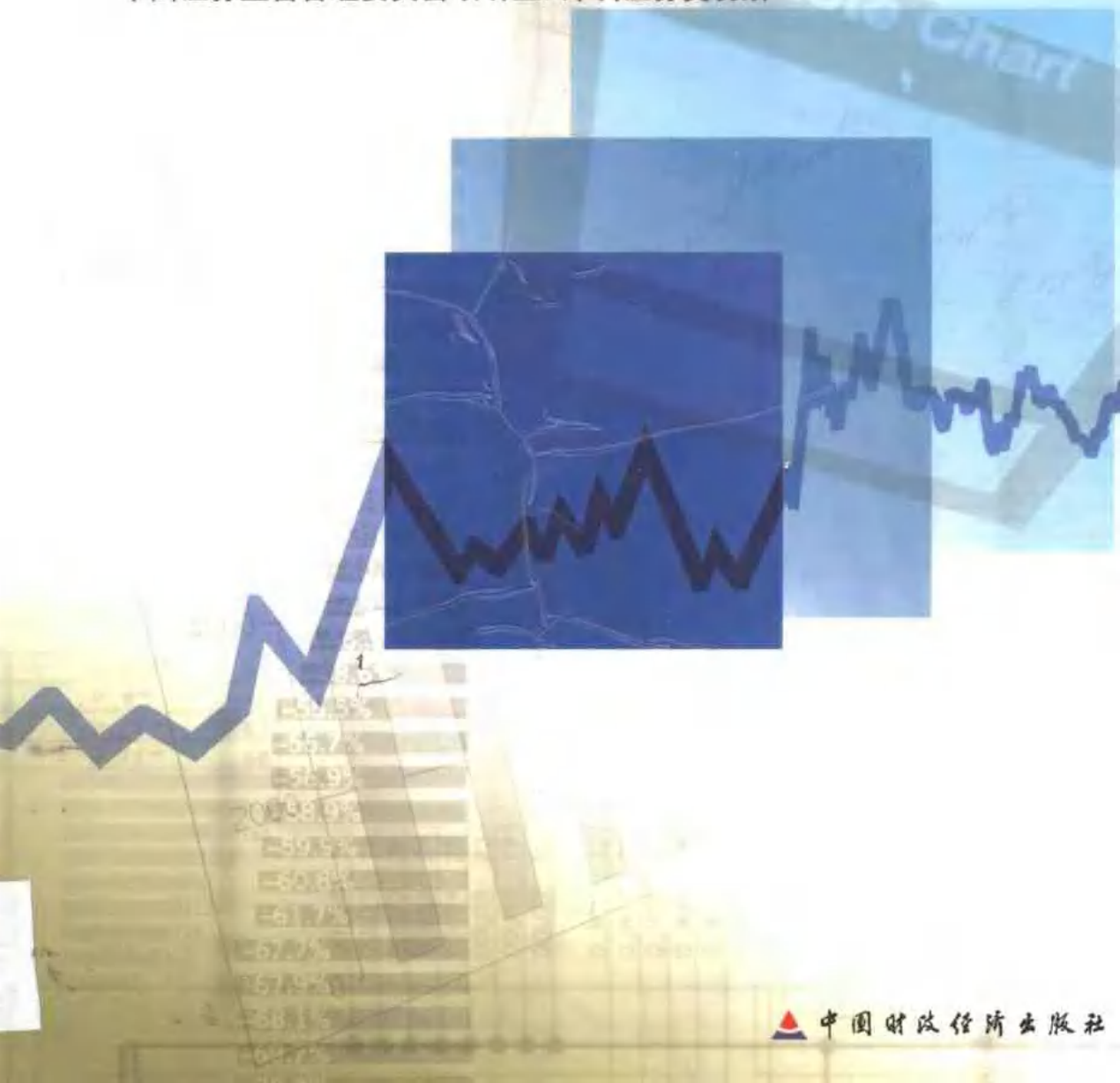


中国证券市场 发展与创新 (上册)

*Development and Innovation
of China's Securities Market*

中国证券监督管理委员会政研室、深圳证券交易所



7832.51
H179

中国证监会政研室，深圳证券交易所重点研究课题优秀论文集

中国证券市场 发展与创新 (上)



A1022702

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国证券市场发展与创新/中国证券监督管理委员会政研室, 深圳证券交易所编. —北京: 中国财政经济出版社, 2001.9

ISBN 7-5005-5318-8

I. 中… II. ①中… ②深… 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 (2001) 第 063264 号

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: cfeph@cec.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京金鼎印刷厂印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 62.25 印张 1145 000 字

2001 年 9 月第 1 版 2001 年 9 月北京第 1 次印刷

印数: 1—3000 册 定价: 93.00 元

ISBN 7-5005-5318-8/F·4719

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

1990年12月，上海、深圳两个证券交易所相继成立，标志着新中国证券市场的诞生。从那时起，中国证券市场已经走过了十年的历程，取得了令世界瞩目的成就。过去十年，伴随着改革开放的进程，证券市场取得了巨大发展：一大批国有企业上市，为国有企业建立现代企业制度起到了先导和示范作用，有力地推进了企业产权制度的改革，开辟了直接融资和利用外资的新渠道；证券市场的建立和发展，有效地改善了我国金融资产结构，扩大了居民金融投资的选择渠道，从而极大地推动了我国金融业的创新与发展。十年间，证券市场从无到有，从小到大，建设成效显著，市场规模和水平实现了历史性跨越。股票、基金、债券已全部实现无纸化发行与交易，沪深证券交易所的交易和结算网络覆盖全国各地，主要技术手段已达到世界先进水平。“十年树木，百年树人”。初具规模的中国证券市场对于提高社会资源配置效率、促进国民经济结构调整、金融体制改革及建立社会主义市场经济体制，开始发挥越来越重要的作用。

十年风雨，中国证券市场取得了巨大进步，但也仅仅是走过了发展的初级阶段，下一步如何规范发展和创新需要我们进行更深入的思考。当前，有许多证券市场的重大理论与实践问题需要我们探索和回答，如国有股流通问题、社保资金入市问题、新股定价问题、资产证券化、股指期货、网上交易监管以及证券市场国际化问题等等，这些都是我国证券市场当前亟待解决的重大课题。解决这些重大课题，需要证券市场进行金融创新；证券市场国际化，也需要我们进行大胆的金融创新。

为迎接挑战，积极探索中国证券市场规范发展之路，中国证监会、深圳交易所共同组织了“2000年中国证券市场金融创新”课题研究活动，旨在对证券市场发展中的重大问题开展前瞻性研究。本次课题探讨注重用实证分析的方法研究我国证券市场中金融创新问题，以为证券市场的发展提供切实可行的改革方案和政策建议。

本研究报告集是由“2000年中国证券市场金融创新”课题中的获奖报告

及部分优秀报告组成。按照课题研究内容共分为八篇,基本涵盖了我国证券市场金融创新研究的重大理论与前沿问题。

“国有股流通与社保基金入市”是开篇论题。国有股上市流通与社保资金进入证券市场是当前我国证券市场的重大问题,解决好这一问题关系到我国证券市场持续、稳定、健康的发展。《妥善解决国有股流通问题,促进中国证券市场发展》一文通过国有股流通对证券市场影响的实证分析得出,如果将全部国有股一次性流通上市将导致指数下跌超过60%,因此为避免股票市场灾难性的波动,需要将国有股流通进行优化安排。全文在深入、全面分析的基础上,提出了国有股流通的总体策略。《国有股与类别股的减持与流通方案》则设计了国有股和类别股流通的主体方案,提出设立上市公司国有股权管理运作中心,实行“减持与流通分两步走,低门坎进高门坎出”的国有股减持方案,并对这一方案进行了有力的个案诠释与实证检验。《社保资金与证券市场问题研究》指出证券市场对社保资金的运作将会提供较大的空间,并据此提出社保资金入市的具体模式与投资组合方案。

第二篇“新股上市与发行”。新股上市与发行市场化是中国证券市场改革的重要内容。《新股发行定价方式市场化研究》对股票发行定价市场化进行了深入的理论探讨,并对国外新股定价市场化程度进行了实证研究。该报告重点分析中国新股发行定价的市场化程度,得出我国新股的平均上市价格高于平均发行价格两倍以上结论。《核准制下的新股定价研究》着重探讨了核准制下两种可供选择的定价方式:议价法与竞价法,结合我国现阶段新股发行的特点,文中提出了改进方向——市场化竞价法,但同时也指出议价法将是我国新股定价发行的长期发展趋势。

第三篇“网上交易与监管”。网上交易与监管是一个新课题,由于网络经济的兴盛、网上交易的快速发展,使得网上交易与监管成为世界各国证券市场关注的主要问题之一。中国网上证券交易业务已经进入蓬勃发展阶段,对网上监管也提出了紧迫要求。本篇中的研究报告分别从网上证券交易的运行模式、风险控制、网络信息安全和信息监管、权益保护等方面阐述了网上交易存在的风险及其控制和监管问题。

第四篇“证券公司与机构投资者”。证券经营机构是证券市场中的核心组织,它们的发展不仅可以侧面揭示证券市场的发展程度,而且可以成为阻滞或推动证券市场发展的的重要因素。因此,为深入探索中国证券市场的发展道路,需要对我国目前的证券公司与机构投资者进行深入研究。《证券公司融资模式研究》在深入分析了国外融资模式与特点基础上指出,为重新建立证券业与金融市场体系的紧密联系,实现证券公司发展与金融发展之间的良性互动,应赋

予国内券商合法的融资渠道和广泛的融资方式。《我国证券公司竞争力分析》运用产业组织理论中的 SCP 分析范式从实证角度探讨了我国证券产业中的集中度、规模经济效率、范围经济效益、资源配置等问题,指出当前证券公司的主要课题是培育核心竞争力,走“大市场、大证券”的发展道路来迎接 WTO 的冲击与挑战。

第五篇“企业债券与资产证券化”。企业债券与资产证券化是今后我国证券市场金融创新的重要内容。为推进我国企业债券市场创新发展,《我国企业债券市场发展与创新》一文详细分析了制约我国企业债券市场发展的主要因素,并在此基础上提出了我国企业债券市场的主要发展方向——市场化的制度创新和品种创新。资产证券化是发达国家中广为流行的金融创新产品,《我国资产证券化问题研究——运作原理与方案设计》一文对其在中国证券市场中的运作进行了阐述。该报告在资产证券化运作原理和国际经验的理论分析基础上,分别设计了我国住房抵押贷款、企业应收账款和基础设施项目收益权的证券化方案,为我国在中长期推广资产证券化提供了重要的决策参考。

第六篇“股指期货与股票期权”。股指期货与股票期权是我国证券市场金融创新的热点研究问题。《中国股票指数期货市场方案设计——标的指数设计》一文重点就中国证券市场中的指数设计问题进行了深入探讨与分析,得出新兴 300 指数是我国证券市场指数期货标的物的最佳选择的结论。股票期权制度作为一种激励机制已为人们所熟知,但深入的理论与实践探讨仍显薄弱。由中国社科院承担的《股票期权制度:理论、实践与政策建议》在理论分析与政策建议方面作出了有益的探讨。该报告重在阐释股票期权制度概念的内涵与外延,通过委托—代理理论的财务效应解析了股票期权制度的基本机理和股票期权制度的运作要点,并在此基础上提出中国实践模式的选择、难点和建议。

第七篇“WTO 与中国证券市场发展”。本篇对中国加入 WTO 后证券市场的发展问题进行了深入研究。《加入 WTO 与中国证券市场国际化问题研究》一文从证券市场国际化的三个方面——证券投资、证券筹资与证券业务提出了我国证券市场开放的前提、原则与建议。

第八篇“金融创新与金融创新工具”。本篇研究了新的金融创新产品问题。中信证券设计了“红筹凭证”,并在《背景、框架与必然选择——一种创新金融工具的可行性研究》一文中指出,如果对境外上市的红筹企业开放其在国内融资的途径,红筹凭证即是一种可以选择的金融创新产品。

中国证券市场金融创新问题研究是一项涉及面广、富有挑战性的工作。在这次创新课题的选择与报告编纂过程中,我们始终贯彻前瞻性、广泛性、学术性和可操作性的研究宗旨,祈冀借此能起到推动和示范作用,使更多关心证券

市场发展的人士共同对我国证券市场的发展与创新做出有益的探索。由于首次组织这种大型研究活动，难免存在许多不足之处，望广大证券界人士及有关专家学者批评指正。

《中国证券市场发展与创新》编委会

2001年6月18日



前 言	(1)
-----------	-----

第一篇 国有股流通与社保基金入市

第一章 妥善解决国有股流通问题 促进中国证券市场健康发展	(3)
------------------------------------	-----

- 一、国有股的总量与分布
- 二、国有股流通对证券市场影响的实证分析
- 三、国有股流通方式的优化安排
- 四、国有股流通中的定价问题
- 五、国有股流通的实施与管理
- 六、国有股流通的总体策略

第二章 国有股与类别股的减持与流通方案	(42)
---------------------------	------

- 一、现有国有股与类别股流通方案的评析
- 二、解决国有股与类别股问题的背景与总体思路
- 三、国有股与类别股流通方案的设计
- 四、研究结论与政策建议

第三章 社保资金与证券市场问题研究	(75)
-------------------------	------

- 一、社会保险资金与证券市场的联姻
- 二、上市公司国有股变现补充社保资金的途径探讨
- 三、社保基金进入证券市场模式与投资组合

第四章 证券市场与社会保障制度改革问题研究	(102)
-----------------------------	-------

- 一、证券市场与社会保障制度改革之间的关系

- 二、社会保障基金进入证券市场是经济发展的必然选择
- 三、划转国有股用作养老保险基金是社会保障制度改革解决国有股问题的双重需要

第五章 社会保障基金与证券市场 (119)

- 一、社保基金入市的意义
- 二、我国社保基金投资于股市的可行性分析
- 三、社保基金入市的基本思路
- 四、国有股减持和社保基金入市

第二篇 股票发行与上市

第一章 新股发行定价方式市场化研究 (141)

- 一、股票发行定价市场化的目标模式及其理论基础
- 二、国外新股发行定价的主要方式及定价程序
- 三、国外新股定价市场化程度的实证分析及解释
- 四、我国新股定价方式及其市场化程度的实证研究
- 五、提高我国新股发行定价市场化程度的政策建议

第二章 核准制下的新股定价研究 (169)

- 一、审批制下新股定价方式的演变
- 二、核准制下新股定价的原则和方式
- 三、核准制下的新股发行定价：议价发行
- 四、核准制下的新股发行：竞价发行

第三章 试论中国证券公司上市的规范运作 (205)

- 一、国外监管机构对证券公司经营业务的监管
- 二、从高盛招股说明书看监管机构对证券公司上市信息披露的要求
- 三、中国证券公司上市规范运作探讨

第三篇 网上交易与监管

第一章 网上交易发展与监管 (269)

- 一、证券电子商务与网上证券交易的发展
- 二、网上证券交易的风险与控制
- 三、网上证券交易监管

第二章 以有效监管促进网上交易的规范发展

..... (301)

- 一、理论分析框架
- 二、网上证券经纪商的行为基础
- 三、企业行为与监管要求：商业模式的选择
- 四、企业行为与监管要求：个性化的信息服务
- 五、企业行为与监管要求：有效的风险控制
- 六、市场环境的制约及对监管提出的要求
- 七、政策建议

第三章 网上交易的国际比较与监管研究 (320)

- 一、中国与美国网上交易发展状况的比较分析
- 二、制约我国网上交易发展的障碍
- 三、网上交易的监管

第四篇 证券公司与机构投资者

第一章 我国证券公司竞争力分析 (337)

- 一、证券业产业概述
- 二、市场集中度和位次更替
- 三、规模经济效益分析
- 四、范围经济效益分析
- 五、资源配置分析
- 六、加入 WTO 以后的挑战和对策建议

第二章 证券公司融资模式研究 (375)

- 一、开放券商融资渠道的必要性
- 二、国外证券公司融资模式比较
- 三、国内券商融资模式选择

第三章 券商融资的国际经验与中国模式选择 (394)

- 一、西方投资银行的融资模式
- 二、我国券商融资的现状及存在的问题
- 三、21 世纪中国券商融资模式的设计

第四章 机构投资者发展对股票市场的影响 (417)

- 一、机构投资者发展与股市稳定间相关分析
- 二、机构投资者的投资偏好与股价结构的调整
- 三、中国机构投资者发展与中国股市稳定间关联分析
- 四、中国机构投资者发展有助于部分消除股市泡沫，并有利于国有企业的改革与发展

第五章 中国证券市场机构投资者发展问题研究 (437)

- 一、大力发展机构投资者是新形势下我国证券市场发展的内在要求
- 二、加速培育机构投资者的常规性途径和策略
- 三、采取创新性思路，实现机构投资者超常规发展的途径和政策建议
- 四、我国证券市场机构投资者发展进度测算
- 五、发展机构投资者将对证券市场的运行机制产生重要影响
- 六、尊重市场发展规律，科学理解发展机构投资者内涵，使机构投资者的发展与证券市场的整体改革相协调

第六章 我国设立开放式证券投资基金研究 (463)

- 一、开放式基金概述
- 二、开放式基金的治理结构
- 三、开放式基金的定价和交易
- 四、开放式基金过户、登记及清算
- 五、基金会计
- 六、基金资产管理
- 七、收益分配
- 八、清盘
- 九、信息披露
- 十、开放式基金所得课税

第七章 国外期货投资基金研究 (524)

- 一、国外期货投资基金概述
- 二、期货投资基金的运作
- 三、期货投资基金的监管

第五篇 债券市场与资产证券化

第一章 我国企业债券市场发展与创新 (549)

- 一、企业债券市场发展滞后与功能缺损
- 二、制约我国企业债券市场发展的主要因素
- 三、进行市场化的制度创新并鼓励品种创新：发展我国企业债券市场的思路与措施
- 四、关于推进熊猫债券市场创新的初步建议

第二章 交易所债券市场的定位与发展 (574)

- 一、中国债券市场格局的形成与现状
- 二、交易所债券市场的功能与定位
- 三、从市场整体建设角度发挥交易所债券市场的作用
- 四、交易所债券市场的改革与创新
- 五、依靠市场选择确定债券市场格局

第三章 我国资产证券化问题研究 (593)

- 一、资产证券化的运作原理及国际经验
- 二、我国住房抵押贷款的证券化方案设计
- 三、我国企业应收账款的证券化方案设计
- 四、基础设施项目收益权的证券化方案设计

第四章 住房抵押贷款证券化方案设计 (630)

- 一、住房抵押贷款证券化的必要性与可行性
- 二、住房抵押贷款证券化的模式选择
- 三、SPV 与住房抵押贷款证券管理中心的设立
- 四、住房抵押贷款库的管理
- 五、住房抵押贷款证券
- 六、住房抵押贷款证券化的财务分析
- 七、风险预测与控制

八、会计处理、法律、税务和监管问题

第六篇 股指期货与股票期权

第一章 股票期权制度：理论、实践与政策建议 (677)

- 一、股票期权制度的基本内涵与主要特征
- 二、委托—代理关系的财务效应分析
- 三、股票期权制度的 10 个要点和运作选择
- 四、股票期权的衍生方式与中国实践模式
- 五、我国实行股票期权制度的难点
- 六、实行股票期权制度的若干政策建议

第二章 中国上市公司高级管理人员股票期权问题研究 (710)

- 一、我国上市公司高级管理人员薪酬及持股状况分析
- 二、我国上市公司高级管理人员实施股票期权的必要性与可行性分析
- 三、上市公司实施经理股票期权状况分析
- 四、我国在实施股票期权中所面临的现实问题
- 五、我国上市公司实施股票期权计划的方案设计
- 六、若干政策建议

第三章 中国股票指数期货市场方案设计 (732)

- 一、设计基本指数须解决的基本问题
- 二、基本指数必须具备的特性
- 三、设计指数应考虑的其他问题
- 四、评价指数的方法
- 五、中国股票指数设计方案
- 六、中国新兴指数的实证研究及利弊

第四章 中国统一股票市场指数研究 (763)

- 一、国际经验
- 二、行业代表性与行业分类标准的比较
- 三、指数样本数量选择
- 四、流动性标准
- 五、样本股选择指标分析

六、指数计算中的权数设计

第七篇 WTO与中国证券市场发展

第一章 加入 WTO 与中国证券市场国际化问题研究 (793)

- 一、证券市场国际化的内容
- 二、加入 WTO 及相关问题
- 三、证券投资的对外开放
- 四、证券融资的对外开放
- 五、证券业务的对外开放
- 六、走出国门与国际化目标问题

第二章 中国证券市场国际化战略研究 (818)

- 一、我国证券市场与国外成熟证券市场比较分析
- 二、证券市场国际化战略研究
- 三、发展对策研究

第三章 中外合资证券公司的运作与监管 (837)

- 一、中外合资证券公司的运作
- 二、对中外合资证券公司的监管

第四章 美国共同基金和对冲基金的运作与监管 (857)

- 一、共同基金的基本状况
- 二、共同基金的运作特点与监管
- 三、对我国开放型基金的启示
- 四、对冲基金的基本状况
- 五、对冲基金的运作与监管

第八篇 金融创新与金融创新工具

第一章 背景、框架与必然选择 (885)

- 一、证券市场国际化与新兴证券市场的应对之策

- 二、凭证发行：适合中国国情的开放策略
- 三、红筹凭证：现实的选择
- 四、红筹凭证与标准存托凭证的差异
- 五、红筹凭证方案的具体实施
- 六、红筹凭证发行对中国资本市场的影响
- 七、关于红筹凭证的政策建议

第二章 国际证券市场金融创新趋势研究 (967)

- 一、金融创新引言
- 二、金融创新趋势分析
- 三、金融创新趋势的特点
- 四、我国金融创新的现状及建议

后记 (987)

第一篇

国有股流通与 社保基金入市

