

中国证券业协会 2005 年科研课题研究报告

中国证券市场发展前沿问题研究 (2005)

中国证券业协会 编



中国财政经济出版社

中国证券业协会 2005 年科研课题研究报告

中国证券市场发展 前沿问题研究

(2005)

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. 2005/中国证券业协会编. —北京: 中国财政经济出版社, 2006.4

ISBN 7-5005-9046-6

I. 中… II. 中… III. 证券交易-资本市场-研究-中国-2005
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 034092 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

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 29.75 印张 552 000 字

2006 年 4 月第 1 版 2006 年 4 月北京第 1 次印刷

定价: 52.00 元

ISBN 7-5005-9046-6/F·7870

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

中国证券市场发展前沿问题研究

(2005)

编 委 会

主 编：庄心一

副 主 编：黄湘平 徐雅萍 聂庆平

编 委：杨晓武 邓映翎 俞白桦
周阿满 冯立新

执 行 编 委：杨新英 袁 熙

2005 年中国证券业协会科研课题

评审委员会

初评委员

主任委员：

庄心一	中国证券业协会	会长
-----	---------	----

副主任委员：

黄湘平	中国证券业协会	副会长
聂庆平	中国证券业协会	副会长兼秘书长

委员：

(一) 协会专家

邓映钢	中国证券业协会	副秘书长
冯立新	中国证券业协会	副秘书长
杨新英	中国证券业协会发展委	主任
何德旭	中国证券业协会发展委	副主任
张洪水	中国证券业协会资格部	主任

(二) 监管机构专家

杨迈军	中国证监会期货部	主任
杨 华	中国证监会上市公司监管部	主任
吴 清	中国证监会风险处置办公室	主任
孙 杰	中国证监会基金监管部	主任
冯 戎	中国证监会研究中心	副主任

(三) 相关机构专家

巴曙松	国务院发展研究中心金融研究所	副所长
王国刚	中国社会科学院金融研究所	副所长
杨再平	中国银监会政策研究局	副局长
惠 梅	金杜律师事务所	顾问
刘肃毅	中国证券投资者保护基金公司	执行董事

终评评委

主任委员：

庄心一	中国证券业协会	会长
-----	---------	----

副主任委员：

黄湘平	中国证券业协会	副会长
聂庆平	中国证券业协会	副会长兼秘书长

委 员：

(一) 协会专家

邓映钢	中国证券业协会	副秘书长
冯立新	中国证券业协会	副秘书长
杨新英	中国证券业协会发展委	主任
何德旭	中国证券业协会发展委	副主任

(二) 监管机构专家

赵争平	中国证监会党委宣传部	主任
谢 庚	中国证监会市场监管部	主任
黄红元	中国证监会机构部	副主任

(三) 相关机构专家

刘春旭	中国结算登记公司	副总经理
-----	----------	------

(四) 证券业内专家

马庆泉	广发基金管理公司	董事长
程博明	中信证券股份有限公司	副总经理

前 言

中国证券业协会年度科研课题评选活动已经成功举办了七个年头。每年评选活动结束,我们都会出一本获奖论文集。现在呈现在您面前的《中国证券市场发展前沿问题研究(2005)》是2005年中国证券业协会科研课题的获奖论文集。2005年,我们共收到会员单位提交的研究报告119篇,即证券市场运行类36篇、金融产品创新与投资基金类17篇、上市公司类23篇、证券公司类24篇和宏观环境类19篇。

与往年不同,2005年中国证券业协会科研课题评选活动是在网上进行的,方便了研究人员报送课题和评审专家评阅课题。本次课题评选活动严格遵循《中国证券业协会年度科研课题组织管理试行办法》,完全以匿名方式进行,即专家评审的研究报告已经隐去了作者姓名及工作单位,并按课题分类进行评阅。

评奖实行了双轮评审制。整个评审分为两个阶段,即初评阶段和终评阶段。先由初评委员会进行初步的筛选,再由终评委员会对经过筛选的成果,作最后的评审,尽可能地减少评奖过程中的偶然性和主观性,保证了获奖成果的公正性。评审委员会的成员既有证券监管机关相关部门负责人,也有业内专家,同时也有来自证券业外相关领域的学者。所有评委都具有很好的理论素养和很高的学术研究水平,同时对实际情况也有深入的了解。

为了增强科研课题评选活动的公开性与透明度,2005年科研课题的全部获奖名单及一等奖获奖论文全文,二、三等奖获奖论文的内容摘要已经在中国证券业协会网站公示了10天,未接到举报或提出异议。

为鼓励更多的研究人员参与协会年度科研课题,本次研究报告按终审成绩进行排序,并确定出各个奖项。为了增加协会年度科研课题的权威性,本年度取消了部分重复参评论文的获奖资格。

2006年是落实“十一五”规划的开局之年,也是资本市场改革和发展的关键转折之年。金融改革和创新是资本市场发展的动力,我们证券研发工作机构和专业人员要充分认识证券研究的重要意义,以自己的职业素养和专业判断,以积极的姿态研究在资本市场发展中出现的新问题,在融资融券、资产证券化产品、投资者保护等方面取得更多研究成果,促进证券研究不断推动资本市场改革创新和规范发展。

作为科研课题评选活动的组织者，中国证券业协会将认真总结课题评奖活动的经验，努力组织和做好每一年度科研课题的研究和评选工作。在此，中国证券业协会也向在本书出版过程中给予积极支持的各界人士表示衷心的感谢！

中国证券业协会

2006年4月

目 录

证券市场运行类

- 一等奖..... (3)
- 证券违法违规行为惩戒实效的实证研究
- … 白建军 许克显 任扬帆 粘怡佳 易晓洁 王 炜 左 婧 (3)
- 二等奖 (43)
- 财务困难成本预测研究——基于流通股视野的实证分析
- 檀向球 (43)
- 股市调控理论与实证分析
- 沈小平 (65)
- 三等奖 (100)
- 债券市场发展及其监管问题研究
- 孟庆胜 王培志 刘新英 李 红 孙建新 (100)
- 证券市场信息不对称衡量与投资者保护研究
- 张宗新 郭来生 朱伟骅 毕子男 (102)
- 投资人保护制度的国际比较研究
- 杜丽虹 姜味军 (104)
- 中国股票市场操纵行为及其防范
- 史永东 蒋贤锋 杜两省 甄红线 (106)
- 证券行业风险控制和预警体系的研究
- 杨蔚东 张元萍 刘 军 徐 岩 李兆军 曹 宁 (107)

金融产品创新类

- 一等奖 (111)

F-O 模型在股票估值中的应用——对我国上市公司投资价值的 实证研究	滕 军 郑庆平 刘 俊(111)
二等奖	(146)
封闭式基金折价率因素实证研究	陈岚静 陈凯风(146)
中国证券投资基金投资行为实证研究——基于选股偏好、窗饰 行为、羊群行为的检验	文晓波 张九辉 杨再斌(165)
三等奖	(195)
中国证券市场最小报价单位调整的效应分析	史永东 刘 鹏 甄红线(195)
新兴市场引进利率期货合约的市场效应研究	张宗新 郭来生 张晓荣 丁振华(197)
利用模糊综合评估法构建企业质量综合评价模型	袁绪亚 田东红 李国正 李 斌(199)
中国证券投资基金资产配置行为研究	李明亮 周新辉(201)
可转换企业债券发行条款优化设计研究	滕 军 范飞龙 李 飞(203)

上市公司类

一等奖	(207)
上市公司财务信息披露真实性标准的法律分析与实证研究	陈柯梦(207)
二等奖	(234)
引入市值考核机制——改善国有上市公司治理、提升 A 股市场定 价水平的必然选择	黄顺祥 赵建兴 贾祖国(234)
上市公司会计计提、盈余管理及其相关性的实证研究	郭来生 赵 旭 胡运生(257)
三等奖	(281)

上市公司可持续发展研究

.....谢朝斌 彭砚苹 贺俊 田红勤(281)

上市公司股利分配政策及股息投资策略研究

.....郝力平 涂春辉 李峰立 李刚(282)

国有企业中的薪酬管制与在职消费

.....陈冬华 陈信元 万华林 滕军(283)

上市公司运用计提手段调节利润的实证分析和监管研究

.....李嘉 刘源(284)

我国企业并购的目标选择及目标特征研究

.....马跃进 王剑 马海峰(286)

证券公司类

一等奖 (291)

金融业开放与综合经营背景下中国证券业生存危机与出路

——中国证券业替代现象研究孙国雄 傅建设 严长胜(291)

二等奖 (310)

中国投资银行可持续发展问题研究

.....张成栋 陈崎 魏如山 张炜 吴玉奉(310)

中国证券公司监事会制度的建立与完善

.....王东明 李康 凤良志 张雅锋 赵学军(345)

三等奖 (367)

对我国券商资产管理业务风险生成机制的实证研究

.....王晓国(367)

保荐制度的信息经济学理论分析

.....童威 周侃(369)

证券市场主体的博弈与券商发展的企业逻辑研究

.....陈杰 李滨(371)

证券营业部盈利模式及制度创新

.....彭群勇 刘宗智 王自强 陈少丹(373)

我国证券融资融券模式研究

.....蒋健蓉(375)

宏观环境类

一等奖 (379)

资本市场开放:目标模式和途径选择

.....王佩艳(379)

二等奖 (414)

资本结构、法律环境与决策权分配的三维均衡——分类股东表决

制度的实效研究.....朱武祥 杜丽虹 姜昧军(414)

国有企业股票期权激励机制与中国证券市场的制度设计问题

.....刘丹萍 王 勇(438)

三等奖 (454)

人民币汇率及汇率制度改革:将走向何处

.....齐 亮 彭砚苹 胡艳妮 诸建芳 潘向东(454)

中国工业深化和城市深化研究

.....周金涛 张发余(456)

石油价格的运行趋势及其对中国经济的影响

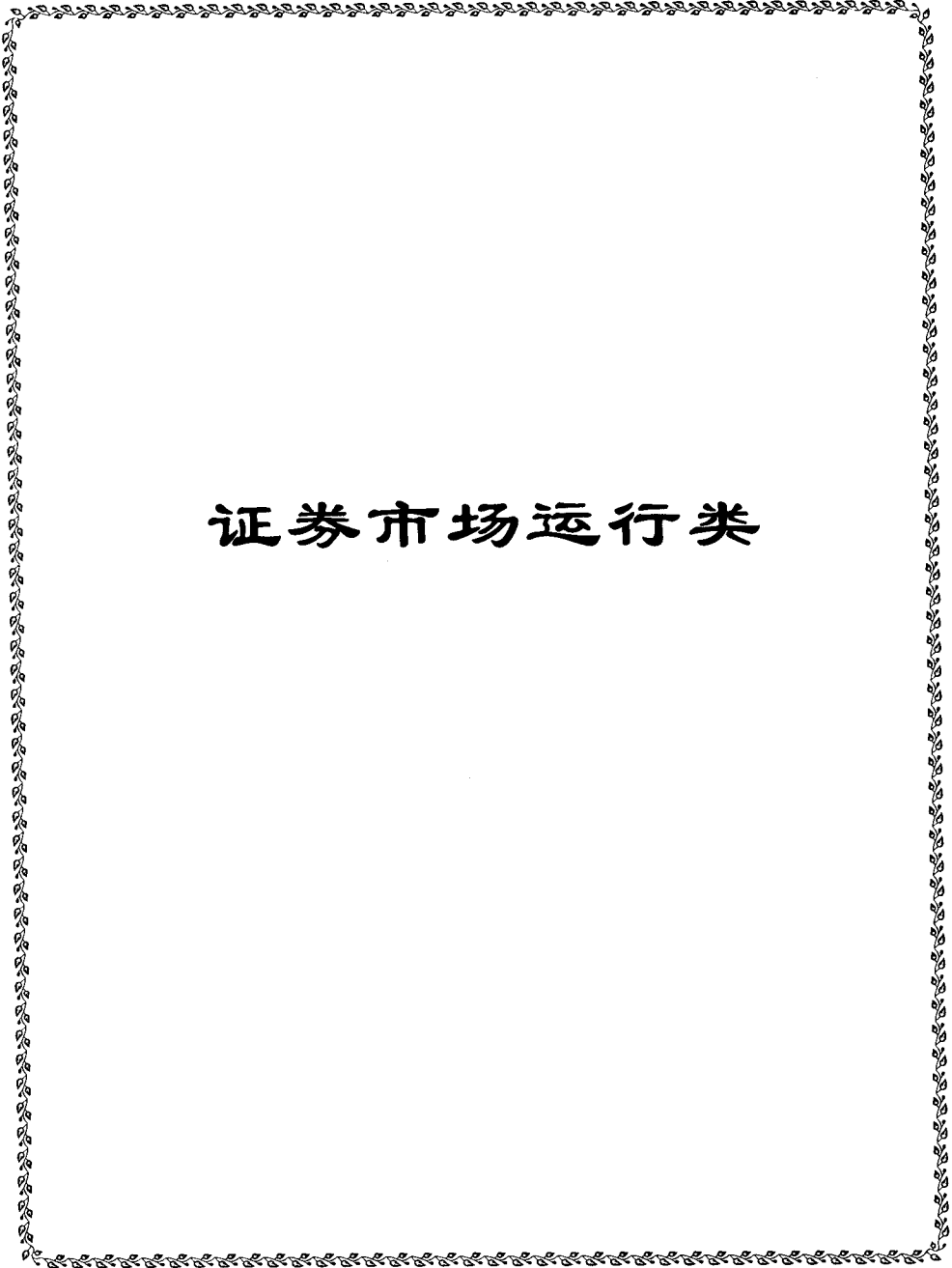
.....齐 亮 彭砚苹 诸建芳 潘向东 胡艳妮(457)

股票市场信用缺失成因与治理:基于制度变迁框架的研究

.....田红勤 贺 俊(459)

制度变迁、预期嬗变与中国股市困境

.....肖正根 和国忠 陈 明(461)



证券市场运行类

证券违法违规行为惩戒实效 的实证研究

• 白建军 许克显 任扬帆 粘怡佳 易晓洁 王 炜 左 婧

一、研究背景与定位

(一) 研究背景

我国自恢复证券市场十几年来,相关立法从无到有,从很不完善到比较完善,已经形成了一套庞大的证券监管及违法违规法律责任追究体系。据不完全统计,截至2004年底,我国证券法律法规已有3993部。如此海量的规则体系对执法者来说既是有所为的依据,又是不得不为的压力。法律制定的目的在于发挥规范效用,尽最大可能使法律制度的设计变为社会现实。因此,在无法可依的情况下,立法是法治实践的主要任务。在已有比较完善的法律法规体系的情况下,执法及其实际效果则变为更加突显的问题。基于这一背景,本文研究的基本问题是,我国证券监管机构对近年来发生在证券市场中的违法违规行为依法进行的惩戒活动,在多大程度上实现了法律规范的应然性预期。或者说,我国证券法律法规的实施,在多大程度上是有效的。

在这方面,有学者已经进行了专门研究。何佳等人的“中外信息披露制度及其实际效果比较研究”^①、毛志荣的“信息披露违规处罚实际效果研究”^②都对这个问题进行了开拓性的研究,并发表了独到见解。本文与上述研究同属于惩戒实效研究,而且都采用了实证分析的方法。不同之处在于:第一,在学科背景和观察的角度上,前两项研究主要从惩戒活动对证券市场的影响和再犯情况两个角度

^① 深圳证券交易所综合研究所,2002年1月20日,深证综研字第0051号。

^② 深圳证券交易所综合研究所,2002年4月9日,深证综研字第0055号。

考察惩戒实效问题。除再犯情况以外,惩戒活动的市场效应以及对被惩戒公司的自身发展的影响分析中,经济学是其研究主要学科背景。本文除再犯问题研究与前者有所交叉以外,主要是从法学角度考察法律规则的实效性问题。因此,本文没有着重考察惩戒活动对被惩戒公司自身发展的影响和对市场交易活动的影响,而是着重考察法律规范的适用与其原始预期之间的关系。第二,在对象的范围方面,前两项研究主要研究信息披露违法违规的惩戒实效,而本文的对象除了信息披露违法违规行为以外,还包括其他各种证券违法违规行为,如内幕交易、操纵市场、挪用客户保证金、违规信息披露等等,是对证券市场中全部实然的违法违规行为的惩戒实效研究。从这个意义上说,本文可以定位于全部证券违法违规行为的惩戒实效的实证分析。

(二) 研究定位

本文的样本来自我国恢复证券市场以来中国证券监督管理委员会(简称“中国证监会”)、上海证券交易所、深圳证券交易所依据相关证券法律法规以及行业规范对于各类证券违法违规案件所做出的全部处罚决定以及公开谴责。由于样本基本等于总体,所以其结论应该没有明显的抽样误差。本文所采用的研究方法主要是法律实证分析的方法,即对法律现象进行经验研究和量化分析的研究方法。因此,作为一种标准化研究,本文的过程可以重复,结论可以检验。本文的意义在于,为我国未来若干年内针对证券违法违规行为惩戒实践的政策导向提供依据,是相关决策科学化的某种尝试。因此,本文并不预设任何导向性结论,而是追求研究过程的客观性和精准性。

二、理论框架与检验逻辑

(一) 惩戒实效的概念

本文的核心概念是“惩戒实效”。所谓惩戒实效,就是指法律规范的适用过程在多大程度上实现了法律的规范性预期。证券违法违规行为的惩戒实效,就是证券领域相关法律规范的适用过程在多大程度上实现了其规范性预期。惩戒实效的好与不好,都是相对于规范及其适用活动的预期而言的好与不好。就是说,规范性预期是惩戒实效的基本参照物。因此,惩戒实效也可以被理解为规范的应然性目标与适用的实然性结果之间的实际差距。这就意味着,我们不能超越于规范本身有限的预期,不考虑规范制定时的各种认识局限、经验局限、利益分配局限、时空局限,仅仅以其直接的或间接的实际后果来评价惩戒实践的效果好坏。

换句话说,理论上存在符合预期却不利社会发展的惩戒实效。对此,本文将不做专门考察,而只将研究限定在规范性预期的实现程度上。

(二) 惩戒实效的内容

惩戒实效的抽象概念只有转换成可观测、可检验的指标体系和命题时,才能用来帮助观察中国证券市场中各类违法违规行为的实际惩戒实效状况。按其内容,惩戒实效的概念应当首先分解为四个具体方面。

1. 规范认同性。

德国学者哈贝马斯认为,法律的有效性有两方面含义:其一是社会的或事实的有效性,即根据它们得到实施的程度;其二是规范的有效性,即合理的可接受性。“规范的有效性程度取决于对于它们的规范有效性主张商谈的可兑现性……是否曾经是有可能在实用的、伦理的和道德的角度加以辩护的。”^①按此说,所谓规范认同性,就是指执法者、被惩戒者以及因法律规范的适用而得到救济的人对规范内容本身的接受程度;或者说,就是规范的被认同程度。人们在心中越是接受某一规范,则该规范越是具有可兑现性。可以说,规范认同性是事实上被贯彻实施的前提,而规范在事实上被贯彻实施,又反过来是规范认同性或可兑现性的表征。所以,不具有规范认同性的规范及其适用活动,都是一定意义上的无效规范以及无效的适用。内容本身可能兑现,适用才可能有效。为了进行实证检验,我们可以通过人们对违法暗数的估计,间接地测量我国证券法制的规范认同性。其工作假设是,人们对证券市场违法行为的暗数估计越高,说明执法率越低,潜在的加害人及被害人对相关规则的实质合理性的认同度较低。反之,如果人们对违法暗数的估计较低,说明执法率较高,人们对惩戒实践的认同度较高。理论上说,当暗数为零时,是规范认同性最为符合规范性预期的理想状态。

2. 查处及时性。

违法行为发生以后,执法机关的反应是否及时、迅速,发现、证实、立案、查处的速度如何,是惩戒有效性的动态内容。如果一个违法行为发生以后,没有得到及时的查处,待人们淡忘了案件的影响和危害以后再行处理,无论对被惩戒者、被害人还是其他潜在的行为人、被害人而言,其价值都大大缩水。从这个意义上说,迟来的惩戒,也是无效的惩戒。查处及时性的概念可以具体化为案件开始实施的时间,到案件被查处的时间之间的间隔。其工作假设是,案件的开始实施到被查处之间的时间间隔越短,说明执法机构对违法案件的反应越灵敏、及

^① 哈贝马斯〔德〕著:《在事实与规范之间:关于法律和民主法治国的商谈理论》,生活·读书·新知三联书店2003年8月版,第35~36页。