

张育军 主编  
刘世安 胡汝银 副主编

2008



# 上海证券交易所研究中心研究报告 2008

S

S

E

张育军 主编  
刘世安 胡汝银 副主编



# 上海证券交易所研究中心研究报告 2008

S S E

**图书在版编目(CIP)数据**

上海证券交易所研究中心研究报告. 2008/张育军主编. —上海:上海人民出版社, 2009

ISBN 978 - 7 - 208 - 09002 - 6

I. 上… II. 张… III. 资本市场-研究报告-世界-2008 IV. F831.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 211232 号

责任编辑 韩梅梅

封面装帧 王小阳

**上海证券交易所研究中心研究报告 2008**

张育军 主编

刘世安 胡汝银 副主编

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.cc)

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 27.25 插页 4 字数 524,000

2009 年 12 月第 1 版 2009 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 208 - 09002 - 6/F · 1918

定价 68.00 元

# 总 序

当世界迈入 21 世纪的门槛时,还很少有人意识到全球资本市场将发生一场巨大的力量变迁,那就是中国资本市场的崛起。我于 2001 年 9 月到上海证券交易所担任理事长时,上证所股票市价总值仅 2.76 万亿元人民币,当年股票成交金额为 2.27 万亿元人民币,在 WFE 会员交易所中排在全球第十三位以后。9 年过去了,上海证券市场的规模与国际地位已经发生了翻天覆地的变化。截至 2009 年 9 月底,上证所股票市价总值已经达到 15.36 万亿元人民币,排名全球第六,亚太地区第二;1 至 9 月股票成交金额 25.54 万亿元人民币,排名全球第三,仅次于纳斯达克和纽约证券交易所。更重要的是,中国资本市场快速发展的动能远未枯竭,在全球资本市场体系中继续保持着快速上升的态势。

在中国资本市场的崛起进程中,上海证券交易所担当着非常重要的历史使命。我们的目标是要建设成为世界一流的交易所,成为全球资本市场的核心力量。要实现这一目标,上证所要在很多方面进一步提升自己的能力和影响。市场发展,研究先行。发展上证所的研究能力,建设一支在政治思想和业务素质上都具有一流水平的研究团队,就是其中一个重要的环节。

证券交易所的研究工作,是一种比较特殊的专业研究,担负着双重的责任。一方面,交易所的研究力量要为交易所各项业务的发展服务,在业务创新过程中发挥“研究先行”的作用,在领导决策过程中扮演“智囊团”的角色,在交易所各项新业务中承担“咨询师”的职责;另一方面,交易所的研究还要承担更大的社会责任,鉴于中国资本市场新兴加转轨的特殊性,各方参与者对证券市场研究成果有着巨大的需求,仅仅依靠科研院所和社会研究机构难以满足这种需求。交易所研究则具有独特的优势,理应成为市场发展战略的一个“规划者”、先进金融知识的一个“传播者”以及各种市场困惑的“解惑者”。

为了履行这两方面的责任,上证所对如何搞好研究进行了长期的探索,也曾有过曲折与疑惑,最终形成了上证所现行的研究组织架构。这一架构包含了以下三个组成部分:

第一个组成部分是交易所自身的研究队伍建设,这也是上证所研究的核心部分。通过长期的努力,上证所形成了一个以专职研究中心为主导、各业务部门研究力量为辅助的研究队伍,他们中既有离开学校不久的博士、硕士,也有正年富力强的证券市场资深研究人员,还有不少在学术界拥有很强影响力的知名专家。他们坚持选题要前瞻、方法要专业、思想要开放的研究风格,始终强调研究从实际中来、到实际中去,在国内证券市场研究中形成了自己鲜明的特色,十多年来成果累累,许多研究成果还成为上证所和中国证监会方针政策制定的重要依据,为上证所和中国资本市场的发展作出了很大贡献。

第二个组成部分是上证联合研究计划。为动员社会研究资源,整合市场研究力量形成研究合力,通过推广合作研究寻求市场发展共识,上证所于2000年建立了“上证联合研究计划”,支持金融科研院校与证券经营机构的研究力量进行合作,发挥各自优势,选取对中国资本市场发展具有重要意义的课题开展研究,获得了丰硕成果。截至2009年,“上证联合研究计划”已进行了20期,共开展联合研究课题188项,完成研究报告200余篇。

第三个组成部分是研究资源的国际合作。上证所始终以开放的模式推进研究工作,在公司治理、产品创新、市场发展等领域开展了大量国际研究合作,引进了成熟市场的先进经验,对国内市场发展起到了积极作用。2002年开始,上证所建立了“高级金融专家工作站”,吸引具有国际影响的高级金融专业人士到上证所开展3至6个月的访问研究,运用成熟市场最新的方法和技术,对关系到交易所创新与监管、证券市场发展与改革的重大问题进行深入研究,取得了显著成绩。迄今为止,已有8期24名海内外专家进入工作站工作,完成了近30份重要研究报告。

为更好地向社会展示上证所研究工作的各项成果,我们决定今后定期出版上证所研究报告文集。本次出版的《上海证券交易所研究中心研究报告》和《上海证券交易所联合研究报告》分别选取了2008—2009年间上证所研究中心、“上证联合研究计划”和“高级金融专家工作站”完成的部分优秀报告,汇编成四本报告文集。其中的多数报告在过去的两年里我已经分别读过。值此结集出版之际,重新捧起那一份份熟悉的报告,更让我感受到上证所研究团队这些年取得的长足进展。学无止境,研究无涯;跬步至千里,耕耘香满园。这四本报告文集的出版,如一面镜子,反映出上证所研究队伍的成长和成熟;亦如烟火绽放,迸射出学术的精彩与思想的光芒。

我希望,在今后的研究工作中,上证所研究团队的全体成员能继续发扬克难奋进、开拓创新的精神,坚持“专业、前瞻、开放”的研究风格,力争在更广阔的领域、更深

的层面上取得更多的研究成果,为中国资本市场的发展,为上证所世界一流交易所目标的实现,提供有力的智力支持。

在报告文集即将付梓之际,无以为赠,抚卷而作此文,以为序。

Handwritten signature in black ink, consisting of the characters '陈健' (Chen Jian) in a cursive style.

上海证券交易所理事长

2009年11月

# 书 目

上海证券交易所联合研究报告 2008

张育军 主编 刘世安 胡汝银 副主编 68.00 元

上海证券交易所研究中心研究报告 2008

张育军 主编 刘世安 胡汝银 副主编 68.00 元

上海证券交易所联合研究报告 2009

张育军 主编 刘世安 胡汝银 副主编 70.00 元

上海证券交易所研究中心研究报告 2009

张育军 主编 刘世安 胡汝银 副主编 70.00 元

# 目录

|     |                               |
|-----|-------------------------------|
| 1   | <b>总序</b>                     |
| 1   | <b>第一篇 宏观与国际视野</b>            |
| 3   | 国际金融中心的特征和指标体系研究              |
| 23  | 全球视野下的一流交易所                   |
| 46  | 全球衍生品市场的最新发展和启示               |
| 61  | <b>第二篇 市场运行与改革</b>            |
| 63  | 上证所国际板建设项目可行性研究               |
| 74  | 建立上海多层次资本市场体系研究               |
| 96  | 合格投资人制度与资本市场发展                |
| 113 | 上海证券交易所市场质量报告(2008)           |
| 146 | 上海证券交易所一级市场质量报告——国际比较视角       |
| 170 | 我国股市流动性不足的原因与对策研究             |
| 182 | 证券交易印花税争论的背景和改革的前景            |
| 193 | <b>第三篇 产品与交易机制</b>            |
| 195 | 交易机制:评价标准与国际比较                |
| 224 | 交易所交易基金(ETF)新发展及对上证所的启示       |
| 274 | 价差合约:合约设计和运作机制                |
| 292 | 碳排放权金融工具及其场内交易模式设计——基于沪市交易平台  |
| 324 | 进一步完善开放式集合竞价机制——基于上海证券市场的实证研究 |



332 市价订单的交易风险与下单策略研究

343 **第四篇 公司治理**

345 大股东控制、定向增发与股东利益——全流通背景下中国上市公司经验  
证据

363 重大事件披露、股票异常波动与内幕交易——基于重大信息披露违规公司  
的经验证据

376 跨境上市与公司治理相关性研究

410 关联交易：基于中国上市公司的分析

第一篇

# 宏观与国际视野



# 国际金融中心的特征和指标体系研究

刘 遯 王风华

## 内容提要

本报告对已有关于国际金融中心特征、类型和衡量国际金融中心的指标体系进行了梳理,并在此基础上构建了相对简化的国际金融中心评价标准。一般而言,国际金融中心是指这样一些城市,其凭借优越的经济、政治或地理位置,以及便利的交通与发达的基础设施,宽松而有效的法规体系,为众多国内外金融机构提供中介服务,并成为全球性、国际性或区域性资本集散地和金融交易清算地。

根据业务规模和辐射范围的不同,可将金融中心区分为全球金融中心、国际金融中心、专业/特殊金融中心、国家金融中心和地区金融中心五种类型。根据参与主体和业务来源的不同,可将金融中心划分为国际金融中心、国内金融中心和离岸金融中心三种情况。此外,按照金融中心的功能,也可将金融中心区分为“名义中心”和“功能中心”两种形式。

本报告参照伦敦金融城和上海市政府相关课题等金融中心衡量指标体系,提出了一个相对简化、可量化的衡量国际金融中心的标准。本报告把衡量国际金融中心的指标划分为两大类:特征变量和工具变量。特征变量为完全可量化的指标,是若干能体现国际金融中心核心特点的变量。为体现国际金融中心的“国际”和“金融”两大特征,本文以金融市场的规模和国际化程度作为两个核心的特征变量。前者主要包括银行业资产规模、银行数量、保险费收入(保险渗透率)、股票市场市值(证券化率)、股票交易额、新股筹资额、债券发行额、债券交易额、资产管理额、交易所衍生品交易额、场外市场衍生品交易额等指标。后者包括银行跨境贷款额、外国银行分支机构数量、外国股票数量、外国股票交易额、国际债券发行额、外汇交易额等指标。

工具变量为解释性变量,用于说明国际金融中心形成的条件和原因,主要包括人力资源、商业环境、政治环境和基础设施四类指标。本报告对上海和部分金融中心城

市进行了比较,发现上海与境外国际金融中心在绝大多数指标上还存在一定的差距,在金融市场国际化方面存在巨大的差距。在工具变量方面,上海在经济自由、公司税率、政治环境等方面,也远远落后于境外主要的国际金融中心。

## 一、引言

1991年,邓小平同志在视察上海时指出:“上海过去是金融中心,是货币自由兑换的地方,今后也要这样搞”;“中国在金融方面取得国际地位,首先要靠上海”。江泽民同志在党的十四大报告中提出,要“尽快把上海建成国际经济、金融、贸易中心之一”。2006年,胡锦涛主席指出,要大力推进上海国际经济、金融、贸易、航运“四个中心”的建设。上海国际金融中心建设不仅是上海市政府的既定战略,也是一项国家战略,是党中央、国务院改革开放政策的重要环节。

目前,上海市已形成“到2010年形成国际金融中心基本框架、到2020年基本建成国际金融中心”的发展规划和超常规快速发展的模式。在这一背景下,国内外相关机构展开了大量关于上海国际金融中心建设相关问题的研究。然而,对于何为国际金融中心、国际金融中心的特征和类型、国际金融中心的衡量指标等关键问题,迄今尚未形成比较一致的见解。本报告拟对已有的国际金融中心特征、类型和衡量国际金融中心的指标体系进行梳理,并在此基础上构建相对简化的国际金融中心评价标准。

## 二、国际金融中心的定义和类型

迄今为止,学术界尚缺乏比较一致的关于国际金融中心概念的定义。一般而言,国际金融中心是指这样一些城市,其凭借优越的经济、政治或地理位置,以及便利的交通与发达的基础设施、宽松而有效的法规体系,为众多国内外金融机构提供中介服务,并成为全球性、国际性或区域性资本集散地和金融交易清算地。

从已有国际金融中心情况看,依据不同的标准,金融中心有如下几种分类:

### (一) 根据业务规模和辐射范围划分

这是最常见的金融中心分类方法。伦敦金融城根据金融业务规模和业务覆盖的地理范围把金融中心分为五种类型。

#### 1. 全球金融中心

高度集中了种类广泛的全球金融业务和全球金融交易的全球性金融中心。在全球性的金融中心,来自全球各地的市场参与者能够互相交易全球范围的各种金融产

品。全球金融中心的核心标志是,其自身聚集了足够多的全球金融服务机构,可以直接与世界各国的金融机构进行交易,而无需通过任何中间环节。

## 2. 国际金融中心

能够处理大量涉及至少两个以上司法管辖区域的跨境金融交易的市场是国际金融中心。伦敦金融城认为,香港处理了大量亚洲国家之间的金融交易,是国际金融中心。伦敦金融城认为,全球金融中心和国际金融中心的主要区别不仅仅在于规模上,还在于全球金融中心与“支持大规模国内经济”越来越无关。

## 3. 专业/特殊金融中心

某一个特殊的金融服务领域在全球具有领导地位的市场是专业/特殊金融中心(niche financial centers)。例如,苏黎世是私人银行业中心,百慕大的汉密尔顿是再保险业中心。

## 4. 国家金融中心

处理大量本国金融服务的城市是国家金融中心。例如,多伦多就是加拿大的国家金融中心。

## 5. 地区金融中心

处理大量一国内某一区域金融业务的城市是地区金融中心。例如,芝加哥不仅是国际金融中心,也是美国中西部的地区金融中心。

伦敦金融城2005年《伦敦之为全球金融中心的竞争地位》报告认为,只有伦敦和纽约才是真正的全球性金融中心,其他如巴黎、法兰克福、新加坡、东京、香港等都只是地区性的金融中心。该报告同时也指出,从未来的发展来看,如果还会产生第三个国际金融中心的话,那将会在中国,并很有可能是在上海。

同样按照业务规模和业务辐射力,国际货币基金组织则把金融中心分为两种情况:

(1) 国际金融中心,即拥有高级的结算和支付系统,拥有足够深度和流动性的市场、资金来源,使用分散、法律和监管健全、能支持大规模国内经济,能提供全面金融服务的大型中心。伦敦(纽约紧随其后)是最大的国际金融中心。

(2) 区域性金融中心,即拥有发达的金融市场和基础设施,在本区域有大量资金进出,但国内经济规模较小的城市。国际货币基金组织认为,区域性金融中心包括香港、新加坡、卢森堡等。

## (二) 根据参与主体和业务来源的不同划分

根据参与主体和业务来源的不同,可将金融中心划分为国际金融中心、国内金融中心和离岸金融中心三种形式。离岸金融中心也称境外金融中心,是一个以减少或废除金融管制、减免租税等优惠条件吸引国际金融业者,从事以境外货币为交易中介、境外

客户为交易对象的金融业务的国家、地区或城市,其业务范围仅为境外金融业务。

### (三) 按照金融中心的功能划分

按照金融中心的功能区分为“名义中心”和“功能中心”。前者是国际性金融机构在此注册,但很少开展实际业务,其目的旨在避税和逃避监管;后者是开展实质性金融业务的金融中心。

### (四) 其他分类

例如,达非和吉迪(Dufey & Giddy, 1978)提出,按金融中心的发展阶段,可把金融中心划分为传统中心、金融转口中心和离岸中心。传统中心是指通过贷款、证券发行等方式输出资本,成为国际净债权者的中心。金融转口中心是指将本国或本地金融机构和金融市场服务,同时提供给出境居民和非居民,但并不是净资本输出中心。离岸金融中心是为非居民提供金融中介服务的中心。

## 三、 国际金融中心评价指标体系

为客观评价国际金融中心的地位和竞争力,不少机构出台了国际金融中心的评价指标体系。本节首先介绍较为著名的伦敦金融城推出的指标体系和国内有关学者提出的评价指标,然后提出一个相对简化、可量化的国际金融中心评价指标体系。

### (一) 部分国际金融中心指标体系简介

#### 1. 伦敦金融城的指标体系

伦敦金融城在《伦敦之为全球金融中心的竞争地位》报告中建立了衡量国际金融中心的指标体系。该指标体系共有 14 个指标,包括:(1)高质量的人力资源环境,不仅包括劳动力的高素质,还包括了劳动力市场的市场化运作与灵活性。(2)监管环境。对监管环境的要求包含了对法律法规以及监管部门之间协调性与一致性的要求,以及对监管人员素质的要求。(3)与国际金融市场的衔接。主要指能够更近距离地与关联方取得沟通并且能够更接近上游的供应商。(4)商业活动的基础设施,主要包括通讯条件与 IT 方面的设施。(5)与客户的距离,即能否方便地找到并服务客户。(6)公平公正的商业环境,包括法律的公平性、社会诚信体系以及违规成本的状况。(7)政府的支持,指当地政府对金融业的支持以及对行业所关心问题的关注与解决意愿。(8)企业税收制度,即企业税收的优惠和吸引力。(9)公司的运营成本,包括人力成本和办公成本等。(10)法律会计等专业服务的提供,包括法律、会计、咨询等专业服务的价格、质

量与效率。(11)生活质量,包括休闲设施、健康设施、学校、交通、居住环境等各个方面。(12)文化与语言,指金融中心是否可以接纳来自不同国家或地区的文化和语言,是否是国际化都市。(13)商业地产的质量与供给。(14)个人税收制度。

该报告根据全球问卷调研数据计算了这 14 个指标的重要性排名和重要性指数(见表 1)。

表 1 伦敦金融城衡量国际金融中心的指标

| 金融中心的竞争指标    | 重要性 | 重要性指数 |
|--------------|-----|-------|
| 高质量的人力资源环境   | 1   | 5.37  |
| 监管环境         | 2   | 5.16  |
| 与国际金融市场的衔接   | 3   | 5.08  |
| 商业活动的基础设施    | 4   | 5.01  |
| 与客户的距离       | 5   | 4.90  |
| 公平公正的商业环境    | 6   | 4.67  |
| 政府的支持        | 7   | 4.61  |
| 企业税收制度       | 8   | 4.47  |
| 公司的运营成本      | 9   | 4.38  |
| 法律会计等专业服务的提供 | 10  | 4.33  |
| 生活质量         | 11  | 4.30  |
| 文化与语言        | 12  | 4.28  |
| 商业地产的质量与供给   | 13  | 4.04  |
| 个人税收制度       | 14  | 3.89  |

注:重要性指数评分标准:6 表示至关重要;5 表示非常重要;4 表示重要;3 表示重要性一般;2 表示重要性较低;1 表示不重要。指数的计算基于 2005 年 7 月对全球 18 个国家主要金融中心的 365 位受访者(其中银行业、资产管理行业的从业人员约占 50%)进行问卷调研的数据。

资料来源:Z/Yen, 2005.

## 2. 伦敦金融城的国际金融中心指数体系

2007 年至 2008 年,伦敦金融城连续三次发布了《国际金融中心指数报告》。该报告对国际金融中心的衡量指标进行了简化,将前述 14 个指标概括为五个主要方面。

(1) 人的因素,包括是否有高质量的人才、劳动力市场的灵活性、商务教育与人力资源的培训发展。

(2) 商业环境,包括政策法规与监管、税率、政府腐败程度、经济的自由度与从事商业活动的便利性。



(3) 市场发达程度,包括证券化水平、股票与债券交易量以及交易金额、金融机构的聚集效应等。

(4) 基础设施,主要指办公大楼的成本与租金,也包括其他如交通等方面的成本。

(5) 总体竞争力,包括金融中心在居住环境、物价、居民对经济的信心等方面的综合竞争力。

《国际金融中心指数报告》运用了上述指标对当前世界各大金融中心的国际化程度进行了排名。根据这一指标体系,2008年,上海排名第31位、北京排名第46位(见表2)。

表2 国际金融中心指数排名

| 金融中心           | 排名 | 金融中心                   | 排名 |
|----------------|----|------------------------|----|
| London         | 1  | Gibraltar              | 26 |
| New York       | 2  | British Virgin Islands | 27 |
| Hong Kong      | 3  | Hamilton               | 28 |
| Singapore      | 4  | Melbourne              | 29 |
| Zurich         | 5  | Montreal               | 30 |
| Frankfurt      | 6  | Shanghai               | 31 |
| Geneva         | 7  | Stockholm              | 32 |
| Chicago        | 8  | Vancouver              | 33 |
| Tokyo          | 9  | Brussels               | 34 |
| Sydney         | 10 | Munich                 | 35 |
| Boston         | 11 | Bahamas                | 36 |
| San Francisco  | 12 | Monaco                 | 37 |
| Dublin         | 13 | Milan                  | 38 |
| Paris          | 14 | Bahrain                | 39 |
| Toronto        | 15 | Helsinki               | 40 |
| Jersey         | 16 | Johannesburg           | 41 |
| Luxembourg     | 17 | Madrid                 | 42 |
| Edinburgh      | 18 | Vienna                 | 43 |
| Guernsey       | 19 | Copenhagen             | 44 |
| Washington DC  | 20 | Oslo                   | 45 |
| Isle of Man    | 21 | Beijing                | 46 |
| Glasgow        | 22 | Qatar                  | 47 |
| Amsterdam      | 23 | Mumbai                 | 48 |
| Dubai          | 24 | Rome                   | 49 |
| Cayman Islands | 25 | Osaka                  | 50 |

资料来源:Z/Yen, 2008.