

张育军 主编
刘世安 胡汝银 副主编

2009



上海证券交易所研究中心研究报告 2009

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 2009

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. 2009/张育军主
编. —上海:上海人民出版社, 2009
ISBN 978-7-208-09005-7

I. 上… II. 张… III. 资本市场-研究报告-中国-
2009 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 211036 号

责任编辑 刘林心

封面装帧 王小阳

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

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 29.25 插页 4 字数 686,000

2009 年 12 月第 1 版 2009 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-09005-7/F·1920

定价 70.00 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 月至 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,仅仅依靠科研院校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,上证所以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。

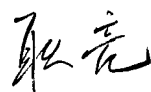
第三个组成部分是研究资源的国际合作。上证所始终以开放的模式推进研究工作,在公司治理、产品创新、市场发展等领域开展了大量国际研究合作,引进了成熟市场的先进经验,对国内市场发展起到了积极作用。2002年开始,上证所建立了“高级金融专家工作站”,吸引具有国际影响的高级金融专业人士到上证所开展3至6个月的访问研究,运用成熟市场最新的方法和技术,对关系到交易所创新与监管、证券市场发展与改革的重大问题进行深入研究,取得了显著成绩。迄今为止,已有8期24名海内外专家进入工作站工作,完成了近30份重要研究报告。

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 总序

- 1 第一篇 宏观与国际视野
 - 3 国际板建设的全球经验
 - 15 证券交易所盈利影响因素研究
 - 34 美国“指定境外证券市场”规定与中国资本市场的国际化
 - 51 制度与借鉴：简析美国金融监管改革议案

- 79 第二篇 市场运行与改革
 - 81 上海证券交易所市场质量报告(2009年)
 - 118 中国上市公司信息披露质量研究
 - 133 国债预发行制度研究
 - 148 地方债券发展的国际经验及启示
 - 184 基本面指数：理论、实证与争论
 - 202 上证50指数成份股定价效率研究——基于个股特有信息含量的视角

- 223 第三篇 产品与交易机制
 - 225 全球证券交易系统九大发展趋势
 - 241 证券市场透明性研究——市场需要什么样的透明性
 - 258 集合竞价：发展与借鉴
 - 300 我国ETF市场发展研究：现状、问题与对策
 - 325 ETF发展趋势、动因及机制研究
 - 360 闪电交易、高频交易与交易所竞争

379 **第四篇 公司治理**

381 金融危机后全球公司治理发展的新趋势

397 境外上市公司退市过程中投资者保护问题研究

415 基于控制权转移的中国上市公司并购效率研究

435 投资者关系在境外——境外投资者关系的演变发展与现状介绍

448 投资者关系在中国——投资者关系在我国的萌动与发展、现状与问题、挑战与建言

第一篇

宏观与国际视野

国际板建设的全球经验

傅 浩

内容提要

随着经济与金融的全球化,跨国上市日益成为企业利用资本市场的一种重要形式。各国交易所通过吸引外国企业发行上市,也拓宽了自己的上市公司基础,扩大了资本市场发展的空间。近年来,全球资本市场外国上市公司的发展呈现出以下几个方面的特点:国际上市资源竞争激烈,各国交易所均把吸引外国企业发行上市作为自己的未来发展战略重点;大多数交易所的国际板市场规模有限,只有伦敦、纽约和纳斯达克获得了全球交易所地位;在过去的几年时间里,纽约和纳斯达克外国上市公司交易量快速增长,长期执国际上市牛耳的伦敦证券交易所全球地位明显下降;在各国交易所国际上市品种的开发中,存托凭证依然是主流方式,衍生工具成为新宠。

考察世界各国证券交易所建设国际板的过程,我们总结出以下几个方面的经验和教训:第一,国际板的上市规则和上市程序必须尽可能简洁高效,为外国上市公司提供便利;第二,国际板市场必须拥有充沛的流动性,机构投资者的集聚在国际板发展中发挥关键作用;第三,决定国际板市场成败的一个重要因素在于市场需求,外国上市公司的选择要符合市场参与者的需求;第四,全球国际上市市场具有明显的层次性,交易所国际市场发展战略要切合本国(地区)比较优势;第五,经济与金融的自由化程度对国际板市场的长期成功具有重要影响,国际板获得成功的一定是经济与金融自由化程度高国家(地区);第六,成功的国际板市场,应该能够为外国上市公司提供有力的筹资服务。

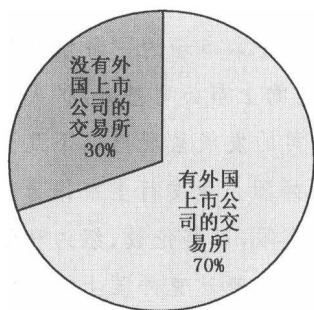
当前,我所正大力规划国际板的发展。在这一市场的设计和建设过程中,我们应注意以下几个方面的问题:我所国际板应成为全面提升中国资本市场竞争力的一个战略举措;我所国际板的推出应选择妥善时机,最大限度地防范潜在风险;我们应继续发展机构投资者队伍,为未来国际板提供有力的投资者支撑;我们应利用国际板建

设推动本土证券经营机构开拓国际市场；在国际板市场建设过程中应处理好可能产生的市场分割问题。

一、各国交易所国际板发展现状

根据世界交易所联合会的统计,全球证券交易所上市的外国公司总数 2009 年 8 月底已达 3 031 家,外国上市公司股票成交金额也逐年上升,从 2002 年的 3.7 万亿美元增长到 2008 年 9 万亿美元。在这样的背景下,全球资本市场外国上市公司的发展呈现出以下几个方面特点:

(一) 吸引外国上市公司已经成为各国交易所的共同策略



资料来源:WFE。

图 1 WFE 会员交易所中已经有外国上市公司的交易所比重

目前,全球主要证券交易所几乎都拥有外国上市公司。截止 2009 年 8 月,在世界交易所联合会的 53 家会员交易所中,超过 70%(共 37 家)的会员交易所都已经建立规模大小各异国际股票市场。虽然其中大多数还处于摸索阶段,但吸引外国上市公司在各个交易所的未来发展战略中,都占有重要地位。从交易量来看,外国公司股票交易量对各交易所的重要性也日益凸显。各交易所都越来越重视吸引境外上市公司,提高境外上市公司股票交易金额占整个市场中的比重。

(二) 国际上市资源进一步向伦敦、纽约集中

证券市场的全球化和国际化也同时伴随着市场的集中,欧美主要交易所之间的并购整合日益深入,市场资源更多地流向发达的证券市场。从全球范围来看,实施全球化战略最成功的交易所仍然是伦敦证券交易所、纽约证券交易所和纳斯达克交易所。这三家交易所外国上市公司股票交易金额的总和占到了全球交易所外国上市公司股票成交金额的 88.12%。尽管发展国际交易品种成为各国交易所的共同追求,但真正取得成功的并不多,只有伦敦、纽约和纳斯达克等少数世界一流交易所能够通过大批外国公司的上市迈向全球交易所地位。

(三) 伦敦国际板市场的全球地位明显下降

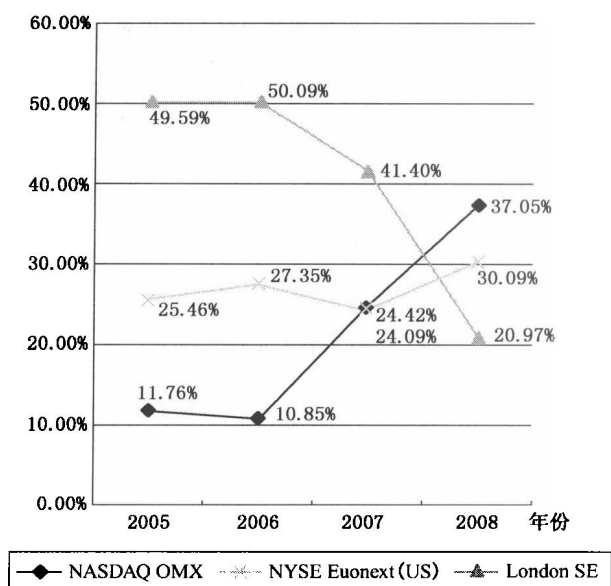
全球股票交易中心的竞争,主要在纽约和伦敦之间展开。受《萨班斯法案》影响,

表 1 2008 年外国上市公司股票交易金额排名(前十五)

外国公司 交易金额 排名	交易所	交易总金 额(单位: 百万美元)	本国公司 交易金额 (单位:百 万美元)	外国公司 交易金额 (单位:百 万美元)	外国公司 交易金额/ 交易总 金额	全球外国 上市公司 股票交易 金额占比
1	NASDAQ OMX	36 446 548	33 095 966	3 350 583	9.19%	37.05%
2	NYSE Euronext (US)	33 638 937	30 918 277	2 720 660	8.09%	30.09%
3	London SE	6 271 521	4 375 012	1 896 508	30.24%	20.97%
4	Deutsche Börse	4 678 829	4 189 639	489 190	10.46%	5.41%
5	SIX Swiss Exchange	1 500 366	1 340 815	159 551	10.63%	1.76%
6	Johannesburg SE	395 235	287 444	107 791	27.27%	1.19%
7	NASDAQ OMX Nordic Ex- change	1 338 181	1 261 733	76 448	5.71%	0.85%
8	Oslo Børs	442 641	366 999	75 643	17.09%	0.84%
9	Borsa Italiana	1 499 457	1 447 697	51 760	3.45%	0.57%
10	Australian SE	1 213 240	1 166 744	46 495	3.83%	0.51%
11	NYSE Euronext (Europe)	4 411 249	4 396 617	14 631	0.33%	0.16%
12	TSX Group	1 716 228	1 704 145	12 083	0.70%	0.13%
13	Athens Exchange	113 666	103 495	10 171	8.95%	0.11%
14	Mexican Exchange	110 474	104 270	6 204	5.62%	0.07%
15	BME Spanish Exchanges	2 410 721	2 405 458	5 263	0.22%	0.06%

资料来源:WFE。

美国资本市场在与伦敦的竞争中一度落后。近年来,美国逐步放松了《萨班斯法案》的一些严格规定,金融市场竞争能力得到增强。同时,纽约证券交易所和纳斯达克参与国际交易所并购整合的战略获得成功,分别实现了与泛欧和 OMX 的合并,极大地拓展了国际市场空间。2007 年以来,伦敦证券交易所受到自身被外部投资者收购的压力困扰,同时英国金融市场受金融危机影响较大,在全球金融市场竞争中的地位有所削弱。从外国上市公司股票交易金额来看,长期以来,伦敦证券交易所的全球市场份额占比都接近 50%。但 2007 年以来这一占比迅速下降,2008 年仅占全球外国上市公司股票交易金额的 20.97%。纽约证券交易所和纳斯达克的市场份额则明显上升,2008 年两家美国交易所合计占到全球市场份额的 67% 以上。

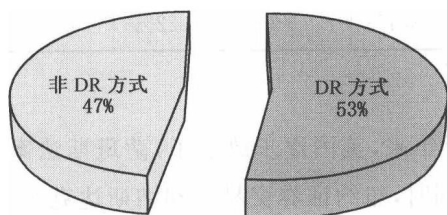


资料来源:WFE。

图2 伦敦、纽约和纳斯达克全球外国上市公司股票交易市场份额的变化

(四) 存托凭证仍然是国际上市的主要形式,衍生工具日益成为国际交易品种的新宠

从上市方式来看,有直接上市和存托凭证(DR)上市两种方式。存托凭证在美国普遍称为ADR(美国存托凭证),伦敦称为GDR(全球存托凭证),日本称为日本存托凭证(JDR),我国台湾地区则称为台湾存托凭证(TDR)。



资料来源:NYSE统计。

图3 纽约证券交易所外国上市公司上市方式比较(2009年)

从国际经验来看,存托凭证仍是主流的选择。和直接上市相比,存托凭证为海外公司上市提供了方便,可以便利以下几类公司上市:(1)不允许以发行股票形式在境外上市的国家的公司;(2)对本国人以外的外国人持有股票存在限制的公司;(3)发行和东道国的惯例有差异的公司,例如在税务、股票在海外交易的结算以及外汇限制等。

和存托凭证制度相比,直接上市则不能克服海外上市的行政的限制。正是由于存托凭证的便捷性,它成为众多公司海外上市的首选。例如,在纽约证券交易所上市的491家上市公司中,258家公司采用ADR或GDR的方式上市,233家采用非DR的方式上市(其中主要是136家加拿大公司)。

随着金融衍生产品市场的迅猛发展,海外国际板市场发展的新的发展动向,是ETF和股指期货快速发展。近年来,快速发展的中国市场成为境外交易所开发ETF产品的重要目标。据统计,截止2008年底,在美国挂牌基于中国类股票的ETF有6只,在英国挂牌的有3只,在新加坡挂牌的有2只,在日本挂牌的有2只。基于境内A股的ETF主要有4只,分布是在中国香港市场、美国市场及日本市场。目前,交叉挂牌ETF成为现在许多交易所探讨的课题。交叉挂牌ETF可以为双方市场的投资者提供参与对方市场的便利途径。

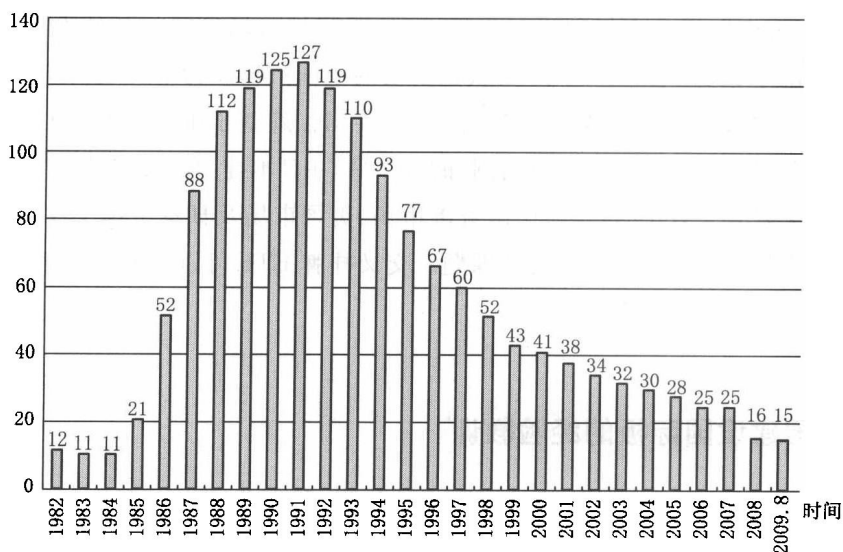
二、 各国建设国际板的经验教训

考察世界各国证券交易所建设国际板的过程,我们总结出以下几个方面的经验和教训:

(一) 国际板的上市规则和上市程序必须尽可能简洁高效

从各国证券交易所吸引外国企业上市的做法来看,通常对外国公司制定了相对独立的上市规则和程序体系。这些规则体系在保持与本土公司上市基本一致的同时,也体现出外国企业的相对特殊性。由于外国公司在跨国上市时,通常面临法律、监管、语言、文化等多方面的差异,因此对上市规则是否简洁清晰和上市程序是否透明高效具有很高要求。在这方面,日本东京证券交易所在吸引外国上市公司方面的教训值得吸取。从20世纪70年代开始,东京证券交易所大力吸引外国公司上市,在最高潮的1991年曾经有127家外国公司挂牌交易。然而,日本复杂的金融监管体制对外国企业到日本发行筹资设置了重重障碍,使得这些外国公司只能挂牌而不能筹资。当日本泡沫经济破灭,日本投资者对外国公司股票兴趣大减后,外国公司开始快速从东交所撤离(见图4)。到2008年底,在东交所挂牌的外国上市公司仅有15家。

美国证券市场也经历过类似的挑战。在《萨班斯-奥克斯利法案》颁布后,由于对上市公司在公司治理、内部控制、会计标准等领域提出了非常严格的要求,增大了上市公司的合规成本,也导致外国公司到美国上市需要接受繁琐的审查。在这样的背景下,国际公司在选择上市地点时纷纷规避美国交易所,严重损害了美国资本市场的繁荣。为了赢得全球金融竞争的胜利,美国资本市场各方对监管当局和国会进行了广泛游说,以简化外国公司发行上市的规则和程序。2006年后,美国证监会开始调整有关规定,放松了对外国公司的监管要求。以会计规则为例,美国证监会于2007年11月大幅放宽了对外国上市公司会计信息披露的要求,允许外国公司提供基于国际会计规则(IFRS)的财务报告,而不必根据美国会计标准(GAAP)提供额外的财务报告。



资料来源:东京证券交易所统计。

图4 东京证券交易所国际板上市公司家数(1982—2009年)

上证所提出建设国际板市场,已经有较长时间。在这一过程中,由于种种原因,这一市场发展多次延迟、多次中断。这已经引起了境外有意到上海上市企业的不满。据境外媒体报道,包括汇丰银行在内的多家境外企业,对我所国际板屡屡推迟已经发出了抱怨,表示了一定的挫折感。

(二) 机构投资者的集聚在国际板发展中发挥关键作用

充沛的流动性是交易所赢得国际竞争的关键因素。伦敦作为全球性的国际金融中心,集聚了全球大量机构投资者,这是伦敦保持国际金融中心地位的一个主要支撑力。根据统计,伦敦金融中心投资机构管理下的资金总额达3.8万亿英镑,70%的欧洲债券交易在伦敦,伦敦是全球保险资金的集散地。这些机构投资者保证了伦敦资本市场可以承担大规模的股票发行,在伦敦证券交易所取得国际竞争的优势中发挥了重要作用。香港交易所在开展吸引中国内地企业上市的过程中,也充分强调和发挥其作为国际机构投资者集聚地的优势,取得了良好效果。

(三) 外国上市公司的选择要符合市场参与者的需求

从境外交易所发展国际板的经验教训来看,决定成败的一个关键因素在于市场需求,即是否存在足够的投资者和发行人需求?国际板市场发展战略的设计是否与投资者与发行人需求相契合?例如,日本国际板失败的原因主要有三个方面:一是上