



海通证券获奖论文选

第二卷

中国证券市场 前沿问题研究

王开国等著



上海人民出版社

海 通 证 券 获 奖 论 文 选

第二卷

中国证券市场 前沿问题研究

王开国等著



上海人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国证券市场前沿问题研究. 第2卷: 海通证券获奖
论文选/王开国等著.

—上海: 上海人民出版社, 2003

ISBN 7-208-04504-6

I. 中... II. 王... 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 (2002) 第 105649 号

责任编辑 秦建洲

封面装帧 邹纪华

中国证券市场前沿问题研究
——海通证券获奖论文选第二卷

王开国 等著

世纪出版集团

上海人民出版社出版、发行

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

新华书店上海发行所经销 上海天马印刷厂印刷

开本 890×1240 1/32 印张 27.25 插页 4 字数 727,000

2003 年 2 月第 1 版 2003 年 2 月第 1 次印刷

印数 1-2,500

ISBN 7-208-04504-6/F·969

定价 48.00 元

目 录

第一篇 证券市场发展

破解证券市场发展十大难题.....	3
市盈率、泡沫、股市发展	14
走出证券市场发展的几个认识误区	25
新兴市场国家和地区证券市场的开放与金融危机	
——兼议中国证券市场开放的路径选择	34
关于我国证券市场的发展与监管问题	53
“入世”对我国证券市场的冲击与对策	63
中国证券市场的辩证思考及前景展望	73
中国证券市场已迈入以研究为主导的价值投资时代	86

第二篇 上市公司研究

公司特质、市场激励与上市公司多元化经营.....	97
独立董事制度研究：以权利、义务和责任为中心.....	120
股权结构与公司绩效的 U 型关系研究	
——1997 至 2000 年上市公司的实证研究	181
融资体制形成及其演变的微观基础.....	199
国有企业治理的国际比较与借鉴.....	231
进一步完善上海上市公司治理结构若干问题研究.....	296
重大政策出台对上海市资本市场的影响.....	314

第三篇 金融创新研究

批量招标发行、全额市值配售

——关于改革新股发行制度的政策建议·····	329
------------------------	-----

中国封闭式基金折价问题理论与实证研究·····	333
-------------------------	-----

行业特征、流动性与证券估值

——关于中国证券市场特征的估值方法探讨·····	381
--------------------------	-----

证券公司风险评价与管理的创新体系:构建 PVaR 体系 ·····	393
-----------------------------------	-----

中国证券市场风险对冲机制研究·····	460
---------------------	-----

准指数化投资的创新与拓展·····	524
-------------------	-----

第四篇 综合部分

国外国有股减持的比较与借鉴·····	547
--------------------	-----

国有股减持的权证组合方案设计·····	564
---------------------	-----

信息化时代证券交易所发展战略·····	585
---------------------	-----

证券公司的组织结构创新·····	670
------------------	-----

论中国证券公司的多边治理体系·····	729
---------------------	-----

中外合资基金管理公司的运作与监管·····	782
-----------------------	-----

私募基金的运作及监管·····	792
-----------------	-----

市值配售的中签率与收益率研究·····	818
---------------------	-----

中国证券市场股票价格操纵与监管研究·····	831
------------------------	-----

利润来自于服务与创新

——现代券商盈利模式的探讨·····	861
--------------------	-----

第 一 篇
证券市场的发展

破解证券市场发展十大难题

海通证券股份有限公司董事长 王开国博士

中国证券市场经过 10 多年的快速发展,已经初具规模,在中国经济发展中发挥了重要的作用。但同时,证券市场发展中的各种问题也逐步暴露出来,尤其是 2001 年 6 月以来的一年多时间里,股票市场持续下跌,这与国内良好的政治经济环境和加入 WTO 之后的开放要求明显相背离。

中国经济的可持续发展需要一个健康、持续、快速发展的证券市场,而要实现这一目标,必须解决当前证券市场面临的重大理论和实践问题。

一、走出市盈率误区

近年来,国内理论界和监管部门把市盈率的高低作为衡量股市发展的一个重要指标。的确,市盈率是判断一国股市发展状况的简单、直观的指标,但目前我国证券市场对市盈率的比较存在概念混淆。对不同指数的市盈率、不同市场的市盈率进行横向比较时,必须注意它的可比性。综合指数的市盈率只能与综合指数的市盈率相比,成份指数的市盈率也只能与成份指数的市盈率相比。如果把美国或香港的成份指数市盈率与中国证券市场上的市场综合指数市盈率相比较,就犯了概念性的错误。目前必须澄清错误认识,树立正确理念:

第一,多种因素影响特定市场市盈率的高低。

市盈率不是一个孤立的指标,它本身受多种因素制约:一是经济体系中其他金融品种的收益直接影响市盈率的高低。如果其他因素不变,市盈率与其他金融投资品种的收益率倒数存在正相关关系。例如,我国一年期储蓄存款实际收益率为 1.584%,倒数是 63 倍,而目前沪深综合指数市盈率在 40 倍左右。美国以往一年期存款利率长期在 4% 以上,倒数是 25 倍,道琼斯股价工业平均指数市盈率是 20 倍左右。日本一年期存款利率不到 1%,其倒数高达上百倍,所以日经指数市盈率高达 50 倍以上;二是市盈率与股本规模相关。市盈率与总股本和流通股本均相关,总股本和流通股本越小,市盈率就会越高,反之,就会越低;三是市盈率与其股本结构挂钩。如果上市公司的股份是全流通的,市盈率就会低一些,如果股份不是全流通的,那么流通股的市盈率就会高一些;四是市盈率与公司成长性相关;五是中国股票市场的市盈率还应考虑发行价因素。因为在较长一段时间,我国一级市场股票的平均发行市盈率在四五十倍的水平,从成本角度推动二级市场市盈率维持在较高水平。

所以,我们必须客观地科学地分析不同证券市场市盈率所受制约的影响因素,而不能教条主义地照搬。

第二,发展中国家在经济快速发展时期维持较高的市盈率是不可逾越的历史阶段。

从各国经济发展的历史经验看,资本市场在各国经济的快速成长期,对于整个社会资源的有效配置,为经济发展提供低成本的直接融资起着至关重要的作用,其中必然伴随高市盈率现象,这是不可逾越的历史发展阶段。党的十六大提出要在本世纪头 20 年全面建设小康社会的宏伟目标,未来 20 年国民经济仍将以高于 7% 的平均速度高速增长。从增长动力来看,迫切需要通过加大在证券市场的直接融资比率,为经济增长提供大量的低成本资金。而在促进直接融资比例提高、证券市场快速发展、经济持续高速增长时期,我国也将遵循持续的牛市—高市盈率—实质性快速扩容—增加低成本直接融资规模和比重—促进

投融资体制改革和经济持续增长的规律,这也是我国经济快速发展过程中不可逾越的历史阶段。

第三,中国股市目前已具有较高投资价值。

首先从市盈率水平看,2002年11月1日上证180成份指数市盈率为31.82倍,上证综合指数市盈率为38.25倍;当日美国道琼斯成份指数市盈率为21.4倍;英国伦敦金融时报指数为61.86倍。考虑到我国基准利率较低,经济增长率高,上市公司平均股本偏小,而且存在三分之二的非流通股等因素,所以合理的市盈率应高于美国的同类指标。根据当前我国的存款利率和国债利率推算,合理的综合指数市盈率水平应该在50倍以上,所以目前中国股市已经处于合理区间。其次,我国上市公司整体质量在国内企业中属于上乘,具有较高的投资价值。

二、完善资本市场结构

市场层次和品种丰富、投资主体和对象多元化是成熟资本市场的显著特征。与之相比,我国资本市场结构单一的缺陷十分突出,已成为制约资本市场进一步发展的瓶颈。

首先,缺乏适应市场需求的多层次市场体系。在国外发达的资本市场,除了主板市场外,二板、三板市场也比较发达,有的甚至还开设了四板市场。而我国目前只有主板市场,二板市场迟迟未能推出,三板市场还远未形成气候。

其次,我国资本市场投资品种十分有限,目前只有股票、基金、国债、公司债券、可转换债券等五个品种,其中公司债券、可转换债券规模很小,至于金融期货、期权等衍生产品则还处于空白状态,结构性缺陷明显。而美国资本市场上包括衍生产品在内的投资品种有上千种之多。

第三,资本市场投资者结构还不完善,总体而言沪深股市仍属典型的“散户市”,机构投资者无论在数量还是资金规模上都存在很大差距。

第四,作为资本市场基石的上市公司也存在结构性缺陷,尤其体现为国有企业比重过高,而民营企业、外资企业比例偏低。

解决资本市场结构单一的矛盾,首先应着手多层次市场体系的建设,积极创造条件,适时推出二板市场,不断完善壮大三板市场。其次,要在完善风险控制的前提下,加大金融产品创新力度。再次,进一步加大机构投资者的培育,在大力发展以开放式基金为主的各类投资基金的同时,加快退休养老基金和保险基金的发展步伐。以 QFII 的形式引导外国资金进入我国证券市场,组建中外合资或合作的基金管理公司并逐步加以规范,使之成为我国资本市场的新兴力量。同时,应尽快改善上市公司结构,改变资本市场为国有企业脱贫解困服务的观念,为民营、中小企业及外资企业上市消除政策障碍。

三、实现货币市场与资本市场的良性互动

随着金融全球化和金融创新的发展,货币市场和资本市场之间的对接和渗透已经成为一种发展趋势。在我国,分业体制下两个市场的分割也已经引发了许多问题,诸如:

人为限制货币市场和资本市场的交易以及资金的流向;

商业银行资金运用渠道狭窄,风险不断累积;

金融市场发育不充分,利率形成机制不合理,货币政策效应弱化等等。

目前需要审时度势,为货币市场与资本市场的良性互动创造条件:

扩大进入市场交易的对象。1999 年以来,人民银行批准了一批证券公司和基金管理公司进入全国银行间同业拆借市场,目前还应探讨扩大参与者的范围。银行间债券市场也应该改造成为覆盖全社会的债券市场,使之逐渐演变成为大型机构参加的公开市场。通过与商业银行柜台交易市场的连接,与广大中小机构和个人投资者相联结,从而形成全国统一的债券市场。

探索银行资金安全合理进入资本市场的途径。可以考虑的方式包括：继续允许并扩大证券公司和基金管理公司进入银行间同业拆借市场和证券公司向银行申请股票质押贷款的规模和范围；设立券商融资公司，向券商融资。先期融资可以采取担保贷款或完全抵押贷款的方式，适当的时机逐步开放信用交易；商业银行可以为券商开展一些创新业务，比如为企业重组并购提供贷款等。

拓宽股票质押贷款的对象。积极准备在适当时候推出非券商股票质押贷款，包括开办企业股票质押贷款和个人股票质押贷款。并通过完善相关的法律法规、完善登记制度、通过对质押率和质押利率的调节、增加或减少信用交易保证金等有效控制风险。

组建银行业和保险业的证券投资基金，银行和保险公司通过购买基金间接进入股市。同时，政府对这类证券投资基金的规模进行控制。

四、妥善解决国有股和法人股的出路

由于历史形成的原因，我国国有股、法人股比例高并且不能流通，必须通过国有股减持和流通加以解决，但这是一个逐步实现的长期过程，需要采取多元化的解决思路。

——减持方式多元化。根据企业的不同情况，和各种方案的不同特点，由证券公司等中介机构与上市公司共同协商决定采取哪一种具体方案，如配售方案、包括回购、缩股或扩股的股权调整方案、存量发行方案、基金方案、股债转换方案以及包括协议转让、拍卖、新建国有股市场等在内的第二市场方案等。

——定价机制必须统一。以净资产值为基准，再综合考虑企业的盈利能力和行业发展前景等各种因素确定一个权数，用净资产值来乘以这个权数，进而确定减持价格。

——以净资产左右的价格卖给老股东，来取代目前正在实施的国有股以净资产左右的价格转让给外资企业。国有股以净资产左右的价格

格转让给外资企业,仍然存在今后外资法人股的流通问题,而且失去了通过低价配售对老股东进行补偿的手段,反而为今后解决其流通问题设置了障碍。

——市场在资金方面不存在障碍,非流通股的流通给市场带来的压力也在可控范围之内。目前非流通股总量在 3600 亿元左右,按净资产左右的价格减持,只需要 1 万亿元左右的资金规模。只要通过股票质押贷款等方式,从银行 8 万亿元储蓄存款中分流出 15% 左右,就能满足需要。然后将部分减持获得的资金通过投资基金的形式回流到股市,化解流通带来的市场压力。

只要政府采取的减持和流通方式得当,那么国有股和法人股完全可以在国有资产不流失、投资者不受损失、股价指数保持稳定而市盈率平稳回落的情况下进行减持和流通,从而在非流通股问题的解决上形成一个多赢格局。

五、深化发行制度改革

由审批制向核准制改革标志着我国的发行制度已经迈出了市场化的一大步,但监管部门的行政控制仍然存在,其结果是扭曲了资本市场融资、投资方的供求关系,而中国证券市场上存在的许多问题,都与发行制度的不合理以及行政干预有着直接或间接的联系,这一问题越来越成为制约中国证券市场健康发展的瓶颈。

目前我国新股发行的认购刚刚采取市值配售法。但这一改革并没有从根本上解决新股发行速度过慢,新股发行积压等老问题,同时产生了中签率过低导致市值配售的收益率过低、对法人机构投资者吸引力不够等新问题。

要修正这些扭曲,就必须从根源入手,遵循渐进式改革的原则,对现行的发行制度做适当的调整,实行“批量招标发行、全额市值配售、集中上市”的模式。首先,将拟发行新股公司按市盈率高低进行招标,选

择一批公司待发行,同类公司中市盈率较低的优先发行;其次,选择某一天的市值作为基准,投资者按其拥有市值多少,决定申购多少新股,申购什么新股,但是每一单位有效市值额度仅能申请集中上市股票中的一只,市值不能重复利用;然后,每一发行公司按照发行数量和申购量多少,进行配号抽签,决定哪些账号中签;最后,中签投资者存入足够资金,购买中签股票。在一定时间后,安排发行新股集中上市,该批股票发行上市完毕。另外,为明确市场预期,稳定市场信心,证监会发审委可预先确定每年的发行批次,以及每批发行的家数。

新发行方案的发行顺序由招标市盈率决定,那些最急需资金的公司将会愿意以较低的市盈率发行,保证了资金配置到最稀缺的公司,使发行制度更加市场化。同时以市盈率高作为发行依据,能有效抑制拟上市公司以高市盈率“圈钱”的不良动机。而且,通过批量发行和集中上市,能合理改变一段时期内新股和资金的供求关系,有效降低新股发行市盈率以及新股上市后的市盈率,使沪深市场综合指数不下跌的情况下大幅降低整个市场的市盈率,从而降低证券市场风险。此外,通过集中配售,可以增加每次发行的新股数量,将提高市值的利用率,提高单次申购的中签率,增加市值配售对二级市场大户投资者的吸引力,同时还可解决长期困扰券商的不合理的通道问题。该方案对中小投资者的影响较小,技术上也简单易行。

六、切实保护中小投资者权益

截止 2002 年 8 月底,我国中小投资者在沪深证券交易所的开户数为 6794 万户,占投资者总数的 99.47%,而机构投资者的开户数仅为 36.28 万户,只占投资者总数的 0.53%。所以我国证券市场在很长一个时期内,中小投资者都将占有很高比重。中小投资者是市场中的弱势群体,需要法律法规来切实维护他们的合法权益。首先是要建立全社会的诚信系统,培育诚信意识;其次是加强法制建设力度,完善相关

配套的实施办法和操作细则。可以借鉴发达国家的成功经验和做法,制定《中小股东权益保护法》,建立健全证券民事诉讼(如集团诉讼和股东代表诉讼)、证据、听证和民事赔偿制度,使得中小投资者权益保护有法可依;第三是可以考虑设立中小投资者权益保障中心(或协会),为投资者提供及时有效的法律及咨询服务;第四是提高证券市场监管效率,加大对违规行为的惩治力度;第五是为利益遭受侵害的中小投资者设立赔偿基金;第六是加强投资者教育的基础工作,增强投资者的维权意识,并引导投资者树立科学的投资理念。

七、打造中国证券业的“旗舰”

目前我国证券公司不仅规模偏小,还普遍存在业务单一、粗放经营的特点,容易受到市场波动的影响,业务创新的能力明显不足。

这些问题导致整个证券行业效率低下,生存和发展环境恶劣,行业资源浪费严重,优势券商做不大,劣势券商死不了。面对加入 WTO 的挑战,必须尽快解决存在的各种问题:首先,政府要规划好证券行业的发展,明确行业的发展目标,同时重点扶持规模大、内控力强、资产质量高、经营业绩好的大型证券公司,培育国家级的大投资银行。鼓励券商组建金融控股集团。其次,打破地方保护主义的封锁,实施市场化的退出机制,通过行业内、地区间并购,壮大规模和实力,改变目前“小而全”、“小而多”的低水平发展模式。再次,借鉴国际惯例,建立和完善证券公司治理结构,加快证券公司股份制改造和上市。此外,管理层要为券商业务开拓创新提供制度保障,例如允许符合条件的证券公司发行金融债券、开展和扩大证券质押贷款,解决证券公司长期存在的融资难题等。

八、降低市场系统性风险的积聚

在股票市场大幅调整的情况下,我国证券市场品种过少,结构单一

的矛盾日益突出,已经对市场发展造成阻碍。这种状况不仅使投资者投资渠道狭窄,而且无法进行风险对冲。由于缺乏风险对冲机制,还使得我国证券市场的定价机制受到扭曲,证券市场系统性风险不能及时有效地得到释放,导致市场风险不断累积。单边市也造成投资者的盈利渠道受阻,限制了其发展空间。另外,缺乏对冲机制也将对吸引国外合格的机构投资(QFII)者进入国内股票市场造成障碍。因此,建立风险对冲机制既是我国证券市场发展到这一阶段的内在要求,也是证券市场规范化、国际化的惯例。

我国证券市场经过 10 多年的发展,目前已经具备了建立相关风险对冲机制的条件:现货市场迅速发展,机构投资者迅速增加,法律和监管体系不断完善,投资者风险意识不断强化等。根据成熟市场的经验与我国证券市场的发展阶段,可以按风险的可控程度和产品相互配套的要求,采取首先推出股指期货、其次推出信用交易机制、再次为股票期货、最后为股票期权的顺序,逐步推出风险对冲产品。

九、进一步提高监管效率

有效的监管是市场规范发展的保证。我国政府监管部门在监管目标、监管手段、法律依据等各方面都有了长足的进步,但目前在认识上和具体操作上还存在一些尚待改进的地方。具体表现为:

——证券市场的功能定位要进一步优化。长期以来我国一直强调证券市场为国有企业融资服务,随着经济市场化程度的提高,非国有经济在国民经济中的重要性不断提升,证券市场在融资主体的选择上没有及时转变,非国有企业融资上市的制约仍然很高;同时在功能定位上也没有从单纯的融资功能转变到资源配置和价格发现功能上来。

——规范和发展之间的协调有待进一步加强。规范和发展本来是证券市场健康发展的两面,如果把规范理解成单纯的治理整顿,以牺牲证券市场的发展为代价,寄希望于把证券市场打扫干净再来发展,那么

将会使市场发展陷于停顿。

——市场化的调控手段要进一步增加。即使政策选择的方向是正确的,如果在操作手法、时机选择、调控力度等方面的选择不当,也可能导致一项本来有利于证券市场发展的政策被延误。

对于监管中存在的问题,必须逐步加以解决:

(1) 准确定位证券市场的基本功能,坚持在发展中规范的方针。以历史 and 发展的眼光正确看待目前中国证券市场存在的各种问题,尤其对经济快速发展中的中国证券市场的高市盈率要有正确的认识。

(2) 要进一步完善市场化的调控手段,尊重市场客观规律,对各项政策的具体实施手段、实施力度和时机选择予以充分重视,以达到合意的政策效果。

(3) 搞好监管当局的协调。目前与证券市场相关的监管部门除了证监会、证券交易所、各级证管办之外,保监会和人民银行也对其有很大的影响。三个部门之间的监管工作需要加强信息交流、协调监管,以保证货币市场、证券市场和保险市场三者的资金可以有序地相互融通,互促发展并控制风险。

十、全方位、多层次、有步骤地推进国际化步伐

中国已经加入 WTO,证券市场国际化已经是必然选择。证券市场的开放是一把“双刃剑”,机遇与挑战并存。如何选择最佳的开放路径,避免开放可能带来的危机性风险,减轻开放带来的阵痛,以较小的代价享受国际化带来的利益。

亚洲金融危机给我们的教训是,证券市场的开放必须有稳定、成熟的宏观经济环境作保障,必须有合理、科学的配套政策相配合,而且,完全开放前的证券市场必须是机制健全、监管成熟、且有丰富、立体化层次的市场。

因此,我国证券市场的开放应当采取渐进、稳健的模式,尤其应该