



上海三联书店

赵雪芹 著

中国证券市场 结构优化与制度创新

*The Structural Optimization and
Institutional Innovation
of China Securities Market*



中国证券市场 结构优化与制度创新

*The Structural Optimization and
Institutional Innovation
of China Securities Market*

赵雪芹 著



上海三联书店

图书在版编目(CIP)数据

中国证券市场结构优化与制度创新 / 赵雪芹编著.

上海: 上海三联书店, 2003

ISBN 7-5426-1866-0

I. 中... II. 赵... 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(2003)第 106906 号

中国证券市场结构优化与制度创新

著 者/赵雪芹

责任编辑/倪为国 邱 红

装帧设计/人之初工作室

监 制/沈 鹰

责任校对/张大伟

出版发行/上海三联书店

(200235)中国上海市钦州南路 81 号

<http://www.sanlianc.com>

E-mail: sanlianc@online.sh.cn

印 刷/华东师范大学印刷厂

版 次/2004 年 1 月第 1 版

印 次/2004 年 1 月第 1 次印刷

开 本 890×1240 1/32

字 数/200 千字

印 张/9

印 数/1—3100

ISBN 7-5426-1866-0

F·398 定价: 18.00 元

目 录

绪 论	1
第一章 中国上市公司股权结构及公司治理结构优化与 制度创新	11
第一节 公司股权结构及公司治理结构(Corporate Governance)理论及前人研究文献综述	11
一、公司治理结构理论综述	11
二、公司治理结构的模式	21
第二节 中国上市公司股本结构与公司治理结构研究	24
一、上市公司股权结构与公司业绩关系的实证性 描述	24

二、现状分析:中国上市公司的股权结构与业绩的相 关性检验	30
三、中国上市公司股本结构与业绩无关性的经济学 分析	35
第三节 上市公司股权结构、公司治理结构优化的政策 建议	40
一、减持国有股,优化上市公司股权结构	40
二、公司治理结构的组织制度创新	47
三、分配制度的创新:年薪制和股票期权制	58
第二章 中国证券市场层次结构优化与制度创新	67
第一节 证券市场多层次结构的理论基础	67
一、风险偏好及投资选择	68
二、新经济对证券市场的促进	70
三、多层次证券市场形成的外部推动力	74
第二节 国际证券市场的结构特点	76
一、发达国家证券市场的层次结构	76
二、多层次证券市场的功能	79
三、主板市场与二、三板市场的比较	80
第三节 中国证券市场的层次结构状况及存在的问题	82
一、中国证券市场发展的原动力和层次单一的历史 原因	82
二、中国证券市场层次单一的局限	84
第四节 中国单层次主板市场的功能缺陷	90
一、融资功能缺失与恶意“圈钱”现象并存	90

二、中国证券市场的资产定价功能缺失·····	102
三、中国证券市场的资源配置功能缺失·····	105
四、中国证券市场的风险分散功能缺失·····	119
五、企业家培育功能的缺失·····	121
第五节 中国证券市场层次结构优化与制度创新·····	123
一、发达国家的经验借鉴·····	123
二、我国单一层次证券市场对融投资的限制·····	125
三、我国多层次证券市场架构的政策建议·····	126
第三章 中国证券市场投资者结构优化与制度创新·····	131
第一节 投资者行为理论·····	132
一、机构投资者与个人投资者的投资行为比较·····	132
二、机构投资者与个人投资者的博弈·····	136
第二节 国内外证券市场投资者结构比较·····	137
一、主要工业国家及新兴证券市场的投资者结构 状况·····	137
二、我国证券市场的投资者结构·····	140
三、我国证券市场有效性状况·····	147
第三节 投资者结构优化的市场选择:积极培育机构 投资者·····	150
一、私募基金合法化与配套监管·····	151
二、积极推进保险资金入市·····	153
三、吸引海外资金入市·····	156
四、银行资金有条件地入市·····	157

第四章 中国证券市场投资品种结构优化与制度创新	159
第一节 我国证券市场产投资品种贫乏造成的市场功能缺陷	159
一、证券衍生产品概况	159
二、证券衍生产品的功能	167
三、证券衍生工具缺位造成的市场功能缺陷	171
第二节 我国证券衍生产品交易的必要性与可行性	173
一、市场风险规避的需要	173
二、市场稳定性和长期投资的需要	174
三、备用标的物丰富	174
四、我国证券市场资金充裕	175
五、期货市场的发展为证券衍生交易积累了丰富的经验	175
第三节 我国推出证券衍生产品的障碍	175
一、制度供给不足,无做空机制	175
二、政府监管和干预的界限不明	178
三、法制建设滞后	178
第四节 我国证券衍生产品设计	179
一、完善基础产品	179
二、推出衍生产品	179
三、改进交易机制、完善金融衍生产品立法和监管	194
第五章 证券市场微观结构优化与制度创新	199
第一节 市场微观结构的涵义	201
一、市场微观结构的概念	201

二、证券市场的交易成本·····	202
三、信息在微观结构理论中的核心地位·····	204
四、影响市场微观结构的因素·····	205
第二节 市场微观结构理论·····	207
一、珐玛的市场有效性价格模型·····	208
二、交易摩擦成本条件下的价格模型·····	209
三、做市商价差模型·····	211
四、存货模型:对日内差价变化的解释·····	212
五、动态信息非均衡价格模型·····	215
第三节 证券交易税收制度优化与创新·····	219
一、交易税收历史与现实·····	220
二、证券交易税的功能·····	222
三、我国证券交易税制创新·····	225
第四节 佣金制度改革与创新·····	227
一、佣金的形成·····	227
二、佣金自由化和佣金降低的国际趋势·····	228
三、我国佣金制度存在的问题·····	230
四、佣金制度创新·····	232
第五节 交易机制改革与创新·····	233
一、报价驱动与指令驱动·····	233
二、集合竞价与连续竞价·····	240
三、证券交易委托方式·····	250
四、我国证券市场单一限价委托的局限及制度优化·····	253
五、我国交易机制存在的问题及制度创新·····	258
第六节 信息披露制度创新与中小投资者保护·····	264

6 中国证券市场结构优化与制度创新

一、信息披露的理论依据·····	264
二、我国证券市场信息披露中存在的问题·····	266
三、信息披露制度的创新·····	267
参考文献 ·····	273
后 记 ·····	279

绪 论

中国证券市场的结构优化与制度创新问题主要包括五个方面的含义:

(1) 上市公司股权结构及公司治理结构优化与制度创新。上市公司是证券市场的基石,只有在微观上确保上市公司股权结构和公司治理结构的合理有效,才能保证证券市场的健康发展。

(2) 证券市场多层次结构优化与制度创新。市场的层次结构主要包括主板市场、国外已经开设的创业板市场以及场外交易市场。市场层次结构的多元化是市场功能结构优化的必要条件。多层次证券市场的构筑,为不同类型的公司提供了不同的融资渠道,也为不同风险偏好者提供了多个投资平台。

(3) 投资者结构优化与制度创新。投资者结构优化在证券市场上起着举足轻重的作用。投资者不同的投资理念,可能将证

券市场炒得崩盘,也可能为市场的长远发展建立良好的通道。合理的投资者结构有助于市场树立正确的投资理念和健康长远的投资观,避免单纯的投机性“炒作”对市场的冲击。

(4) 证券市场的投资品种结构优化与制度创新。投资品种多样化可以为投资者提供有效的规避市场风险的工具。多种投资工具的出现为投资者提供了更多的选择,他们可以根据自己的风险偏好选择不同的投资工具以规避市场风险。

(5) 市场微观结构以及决定和影响微观结构的制度是上述四个方面结构优化的制度性前提,没有微观结构和市场制度的优化,上述四大结构的优化也会受到制约。在我国证券市场刚刚步入正轨、市场制度尚未健全的关键时刻,合理有序的市场微观结构及制度创新对市场的健康发展是非常必要的。

世界发达国家的证券市场发展了 300 年,至今已经达到半强有效的状态。我国证券市场只有十几年的历史,尽管取得了举世瞩目的成就,但在发展过程中各个层次结构暴露出来的问题也还是林林总总,如大股东掏空上市公司和业绩虚假等,不胜枚举。形成这些问题的原因都与制度有关,我们的制度没有完全起到“防止好人做坏事”的作用。以上五大结构问题的解决最终都要借助于“制度优化和创新”(但并非单纯的政府命令)。

证券市场作为资本市场的一个重要组成部分,在世界经济中起着举足轻重的作用,研究证券市场发展规律,对指导中国证券市场的发展具有极大的现实意义。而且,由于各国证券市场的政治经济背景各异,证券市场的发展也都有各自独特的规律性。中国证券市场是在计划经济向市场经济挺进的过程中建立起来的,本身的市场环境不完善。上市公司的股权结构及公司

治理结构问题、市场层次单一问题、投资品种单一问题、投资者构成中机构投资者过少问题等等都是我国证券市场当前亟待解决的问题。

在西方,对于证券市场结构研究、创新有丰富资源,现简述如下:

1. 公司股权结构与治理结构

对于上市公司股权结构和公司治理结构的研究,国外学者在 20 世纪 30 年代就有文献问世,如 Berle 和 Meams 早在 1932 年就得出了在股权分散的条件下,没有股权的经理与分散的小股东之间存在利益的对抗性以及非股东经理无法使公司业绩达到最优的结论。Jensen 和 Meckling(1976)则对经理层持股对公司价值的影响做了研究,他们将股东分为有投票权的内部股东(管理者股东)和无投票权的外部股东,公司的价值取决于内部股东所占有的股份的比例,这一比例越大,公司的价值越高。Holderness 和 Sheehan(1988)通过对拥有绝对控股权股东的上市公司与股权非常分散的上市公司(最大股东持股比例少于 20%)业绩的比较,发现股权结构与公司绩效之间无相关性,而 McConnell 和 Servaes(1990)通过对 1976 年 1173 个样本公司,1986 年 1093 个样本公司 Tobin Q 值与股权结构关系的实证研究,发现 Q 值与公司内部股东所拥有的股权之间具有曲线关系;Myeong-Hyeon Cho(1998),通过对《幸福》杂志制造业 500 家公司数据的回归分析,则得出了股东结构影响公司投资,进而影响公司价值的经验性结论。

关于国内上市公司股权结构和公司治理结构对上市公司业

绩的研究主要有：

何浚(1998)对1996年底以前上市的530家公司进行了研究,发现上市公司内部人控制与股权集中度高度相关,但随着股权的集中,内部人控制程度呈现出增大的趋势。魏刚(2000)通过对1999年4月30日前公布年报的813家A股上市公司的研究,得出了我国上市公司高级管理人员的年度货币收入低、报酬结构不合理、主管人员报酬水平与公司业绩不存在显著相关性的结论。

孙永祥(2001)研究认为,在不同所有制与公司业绩的关系中,私有公司的治理可能更优于公有公司。孙永祥、黄祖辉(1999)对不同股权结构对公司治理的四种机制(即经营激励、收购兼并、代理权竞争、监督机制)发挥作用的影响作了理论分析后认为与股权高度集中和股权高度分散的结构相比,有一定集中度、有相对控股股东并且有其他大股东存在的股权结构最有利于上述四种治理机制的作用发挥。周业安(1999)对股权结构与净资产收益率的关系进行了检验,发现A股、国有权、法人股的比例与净资产收益率之间有显著的正相关关系;而B股、H股比例与净资产收益率则存在负相关关系。

2. 证券市场层次结构问题

国外学者对一般意义上市场结构的研究都是基于产业组织理论(产业组织理论将市场结构分为四种类型),本文所指的市场结构与产业经济学中的市场结构是不同的;国外学者对证券市场结构的研究主要是指市场的微观结构,即对市场价格机制的研究,本文将这一问题放在专门的市场微观结构部分做了研究。本文对证券市场层次结构的定义是基于市场参与主体功能的角度。

国外学者对市场层次功能的研究主要是建立在定量研究上,而国内学者则主要侧重于定性研究,如梁定邦教授的建立多层次证券市场的建议早在几年前就已经提出。高校科研机构和券商研究部门也从资本市场功能优化的角度展开了研究,主要思想就是多层次证券市场的建立对于我国证券市场的健康发展是必要的。许多学者还从国际比较的角度,论述了国际证券市场多层次结构的功能优势,并对我国多层次证券市场的设计提出了建设性意见。

3. 投资者结构问题

国外对投资者的研究主要是从博弈论、金融行为学、心理学的角度展开的,应用的理论有博弈论、理性预期理论、风险偏好理论、投资组合等经济学和金融投资学理论以及其他的心理学理论。机构投资者和个人投资者的行为差异受到了足够的重视,普遍的结论是,机构投资者对于风险的规避能力要好于个人投资者,其投资组合可以有效地规避非系统性风险;机构投资者比个人投资者的风险管理水平高,其投资周期长,除了被动投资外,还可以凭借自己的资金规模优势进行积极的主动性投资,参与公司治理,提升公司业绩。发达国家证券市场的投资者结构也经历了一个由散户投资者占绝对优势到机构投资者占绝对优势的发展过程,其中法律对私有财产权的保护对机构投资者迅速完成资本金积累起到了积极的促进作用。

4. 投资品种结构优化问题

在发达国家证券市场几百年的发展过程中,他们付出了很多

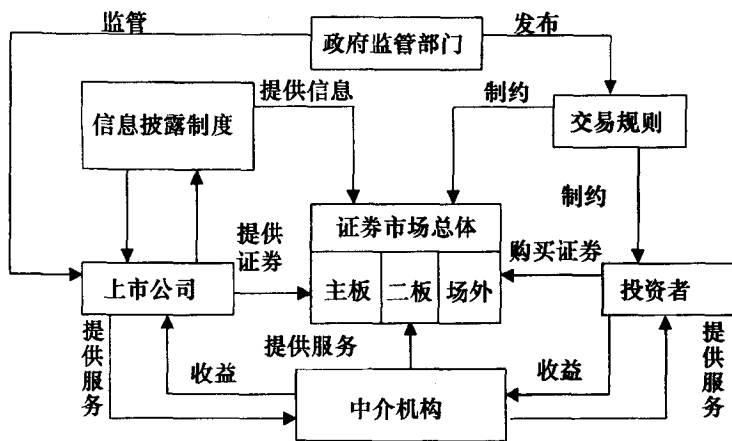
代价,也积累了丰富的经验。随着市场的逐渐成熟,其投资品种也逐渐完善,当前对投资品种的研究已经突破了定性研究的阶段,主要转向于金融衍生产品的技术性研究。而国内由于投资品种单一,对投资品种的研究尚处于可行性和必要性论证阶段,至于具体的金融衍生产品开发研究,由于现有品种均为最基础的品种,技术的成熟性较好,而衍生产品的开发又受到国家监管部门的严格控制,因而研究的现实条件尚不成熟。但是从趋势上看,随着证券市场日趋成熟、新产品不断推出,金融衍生产品的开发和功能研究也将在我国盛行。

5. 证券市场微观结构与制度

在国外,著名学者对证券市场的研究都是以发达国家的证券市场为背景,结合各国的具体实践做出比较。正像对投资品种的研究一样,国外证券市场已经发展到制度比较完善的程度,因而对于技术性的研究就非常必要。市场微观结构理论正是在这样的背景下产生的。所谓市场微观结构就是指市场价格的形成机制。在国外,影响价格形成的因素主要是微观层面的,但是在我国宏观层面的制度也还存在很大的缺陷,因而对我国证券市场的微观结构优化必须结合宏观制度的优化与创新。市场制度的优化与创新对于市场的健康发展是不可或缺的。

本书的“市场结构”与传统经济学对市场结构的定义有所不同,传统经济学的市场结构是根据市场垄断和竞争程度不同而划分的;本文的市场结构主要是根据证券市场参与主体以及市场功能的内在逻辑关系划分的。

从证券市场参与主体的逻辑关系来看,证券市场的结构可以从以下角度划分:



从图中所示市场参与者之间的关系以及市场功能逻辑的角度,我们可以将证券市场划分为这样几个层次结构:

1. 上市公司股权结构与公司治理结构

上市公司是证券市场赖以生存的基础,是证券市场健康发展的基石,它市场提供基础产品(证券供给),并提供相关的信息。上市公司的股权结构与公司治理结构的绩效直接影响到股票的价值,良好的业绩是投资者的追求,也是公司治理结构优化的目的。

2. 多层次市场结构

从市场功能层次结构角度,市场可以分为:主板市场、二板市

场和场外交易市场。不同层次的市场可以满足不同类型的企业融资需要,也可以满足不同风险爱好的投资者的投资需要。市场结构是其功能实现的基础载体,多层次市场的建立是市场经济发展的必然要求,也是证券市场资源配置功能的前提条件。

3. 投资者结构

从投资者角度,可分为机构投资者和个人投资者的市场结构。

4. 投资品种结构

从投资工具角度,可分为股票、债券、股指期货、期货、备兑凭证等投资品种结构。

5. 市场微观结构

市场微观结构是指价格形成机制及相关制度,市场微观结构理论是近 20 年来发达国家证券市场上新兴的理论,主要致力于对市场价格形成机制及其影响因素的研究。证券市场交易机制(微观结构)是证券市场资源配置的核心手段,但在我国还存在缺陷,对微观结构起决定性作用的制度也存在许多缺陷,所以研究我国证券市场结构问题应该结合相关制度。完善市场制度建设,进行制度创新不仅是市场价格形成机制的要求,也是上述四个层次结构优化的必要条件。

对于上市公司的研究主要采用实证研究的方法,通过第一手的数据采集,对上市公司的股权结构与业绩关系、控股权与业绩关系、高管持股与业绩关系等诸方面展开历史的全面的实证研