

中国证券业协会 2004 年科研课题研究报告

中国证券市场发展前沿问题研究 (2004)

中国证券业协会 编



中国财政经济出版社

中国证券业协会 2004 年科研课题研究报告

中国证券市场发展 前沿问题研究

(2004)

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. 2004/中国证券业协会编.
—北京: 中国财政经济出版社, 2005. 9
(中国证券业协会 2004 年科研课题研究报告)
ISBN 7-5005-8543-8

I. 中... II. 中... III. 证券交易-资本市场-研究-
中国-2004 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 096941 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

北京牛山世兴印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 27 印张 502 000 字

2005 年 8 月第 1 版 2005 年 8 月北京第 1 次印刷

定价: 48.00 元

ISBN 7-5005-8543-8/F·7439

(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

(2004)

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 何德旭 袁 熙

2004 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
-----	---------	----

委员:

(一) 协会专家

黄湘平	中国证券业协会	副会长
马庆泉	中国证券业协会	副会长
徐雅萍	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
邓映翎	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

杨 华	中国证监会上市公司监管部	主任
谢 庚	中国证监会市场监管部	主任
吴 清	中国证监会机构部	主任
刘李胜	中国证监会国际合作部	助理巡视员

(三) 相关机构专家

王元龙	中国银行国际金融研究所	副所长
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	中国银监会金融研究局	副局长

终评评委

主任委员:

庄心一 中国证券业协会

会长

委 员:

(一) 协会专家

黄湘平 中国证券业协会

副会长

马庆泉 中国证券业协会

副会长

徐雅萍 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

邓映翎 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

孙 杰 中国证监会基金监管部

主任

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

吴 清 中国证监会机构监管部

主任

(三) 相关机构专家

李 扬 中国社会科学院金融研究所

所长

(四) 证券业内专家

林义相 天相投资顾问有限公司

董事长

谢朝斌 华夏证券有限公司

副总裁

程博明 中信证券股份有限公司

副总经理

前 言

“2004年中国证券业协会科研课题”评选活动已经圆满结束，呈现在您面前的《中国证券市场发展前沿问题研究（2004）》就是2004年度科研课题的获奖论文集。中国证券业协会每年组织科研课题评选活动，至今已有6年。2004年，来自52家证券公司、12家基金公司、19家投资咨询公司以及17家社会科研机构的300多名证券研究人员和从业人员参加了2004年科研课题评审活动，共提交148份研究报告。

“2004年中国证券业协会科研课题”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。在申报工作结束后，中国证券业协会有关工作人员对提交的报告，按课题的内容进行分类，并统一编号，隐去了作者姓名及工作单位，提交给评委评审。评审过程实行了回避制度，即评委不能评阅与自己有关联单位的研究报告。本次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，保证了获奖成果的质量。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，2004年度科研课题的全部获奖名单以及一等奖和二等奖获奖论文、三等奖内容摘要在中国证券业协会网站公示10天。

中国证券业协会将此次参选的课题划分为证券市场运行类、金融产品创新类、上市公司类、证券公司类、投资基金类等五类，分别组织评选。在五类课题中，每类分别评出一等奖1名、二等奖2名、三等奖5名（部分奖项有空缺）。由于篇幅有限，《中国证券市场发展前沿问题研究（2004）》汇集的是2004年度一、二等奖的研究报告和三等奖的内容摘要。这些报告是业界对当前证券市场最前沿问题的最新研究成果，具有很强的针对性和前瞻性，也具有相当高的水平。

目前，股权分置改革试点工作已经全面启动。这一改革融汇了所有市场参与者的共同心血，其中也包括我们证券研发工作机构和专业研究人员的研究成果。尚福林主席明确指出：股权分置改革不仅是中国资本市场的一件大事，也是党中央、国务院的重大决策，开弓没有回头箭，必须搞好。在新的形势面前，我们要加深理解、坚定信心，以自己的专业素质和专业判断，客观全面地分析和对待股权分置改革工作，向市场传达积极的政策信息；同时以积极的姿态参与改革试点，研究试点工作中出现的新情况、新问题和新机遇。通过试点改革，推动资本市场机制转换，从而促进早日形成稳定的市场预期和回升环境。各证券研发机构要适应股权分置改革的新形势，及时调整工作思路和经营理念，贴近时代，贴近市场，做好本职工作，迎接行业发展的新阶段。

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
2005年7月

目 录

证券市场运行类

- 一等奖 (3)
矛盾与转机——A股市场定价水平的历史、现状与将来
..... 招商证券研究发展中心 (3)
- 二等奖 (45)
主流投资理念与证券市场走势关系分析
..... 浙江大学证券期货研究所、财通证券经纪有限责任公司 (45)
- 三等奖 (87)
揭开中国股市政策的迷局
..... 招商证券研究发展中心 (87)
证券业的国际化趋势与中国券商的应对策略研究
..... 航空证券有限责任公司 (89)
中国股票市场“羊群效应”实证研究
..... 华夏证券研究所 (90)
境外资本市场争夺我国上市资源现象的实证研究
..... 上海金信证券研究所有限责任公司 (94)
证券市场信用制度与诚信文化研究
..... 上海社会科学院市场信用研究所 (96)

金融产品创新类

- 二等奖 (101)
我国国债市场定价差异实证比较研究
..... 上海证券有限责任公司 (101)

ETF 的变迁与运作机制研究

..... 国信证券综合研究所 (131)

三等奖 (173)

ETF 投资机会分析

..... 北京证券有限责任公司、国都证券有限责任公司 (173)

国债回购制度现存问题及改革方向

..... 联合证券有限责任公司研究所 (175)

中国债券回购市场的制度演进与进一步的发展

..... 长江证券有限责任公司博士后工作站 (177)

附认股权证公司债推出可行性及券商的应对策略

..... 国信证券综合研究所 (178)

企业年金投资管理的国际比较研究

..... 上海金信证券研究所有限责任公司、香港大福证券集团 (180)

上市公司类

二等奖 (185)

本土定价权及估值问题研究

..... 中信证券股份有限公司 (185)

上市公司信息披露质量与投资者保护研究

..... 东北证券有限责任公司 (207)

三等奖 (244)

信息披露、声誉投资和公司价值

..... 东北证券有限责任公司 (244)

可转换公司债券融资动机实证研究

..... 华夏证券研究所 (246)

股权结构与公司价值关系研究

..... 中国银河证券有限责任公司 (247)

我国配股上市公司关联交易行为的实证研究

..... 国盛证券有限责任公司 (248)

关于改革完善发行审核制度的思考与建议研究

..... 中国证券业协会投资银行业委员会 (249)

证券公司类

二等奖 (257)

正本清源, 制度复位——恢复我国证券公司卖方角色的本来面目

..... 中信证券股份有限公司 (257)

经济微观结构重塑过程的枢纽——我国投资银行的功能定位和创

新机制研究 天勤证券有限公司 (267)

三等奖 (312)

转型时期的经纪业务发展与研究机构功能定位

..... 天同证券有限责任公司 (312)

建立和完善有中国特色的保荐人制度体系研究——以责任分配为核

心的比较考察 世纪证券有限责任公司、厦门大学法学院 (314)

混业趋势下券商产品和服务的发展方向研究

..... 天津市证券业协会、天津大学管理学院 (316)

券商佣金定价与客户交易行为研究

..... 西北证券有限责任公司 (318)

我国证券公司激励机制分层次研究及方案设计

..... 国信证券综合研究所 (320)

投资基金类

一等奖 (325)

中外合资基金管理公司运作评估报告

..... 中国证券业协会中外合资基金管理公司运作评估小组 (325)

二等奖 (345)

我国开放式基金费率问题研究

..... 北京证券有限责任公司 (345)

基于行为金融理论的基金经理投资行为研究

..... 东北证券有限责任公司 (364)

三等奖 (411)

封闭式基金折价率分析及制度创新研究

..... 中信证券股份有限公司 (411)

中国股票型基金饰窗行为研究

..... 中国银河证券有限责任公司 (413)

社保基金实业投资研究

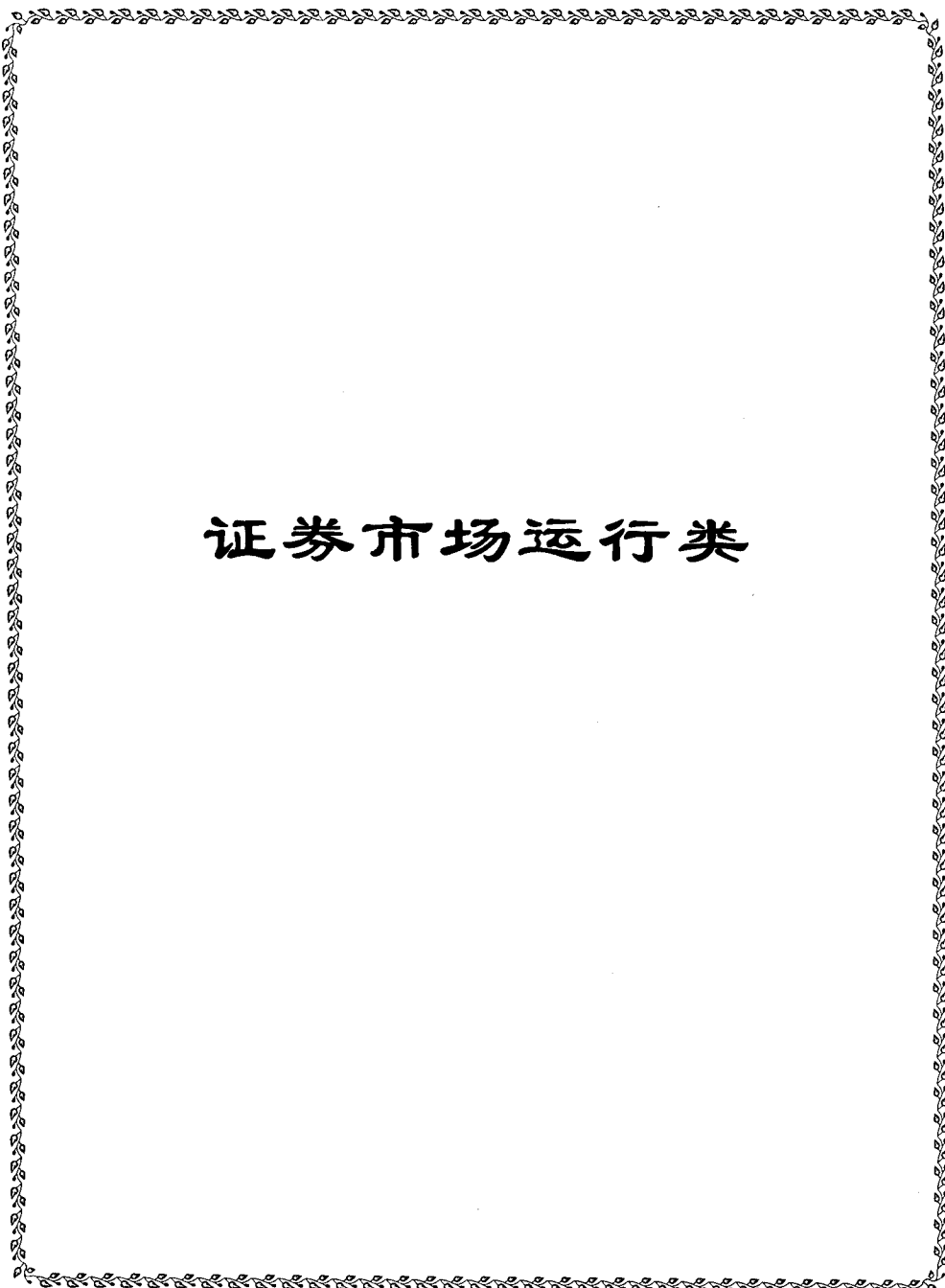
..... 江南证券有限责任公司金融研究所 (415)

我国基金持股偏好的实证研究

..... 海通证券股份有限公司 (417)

机构投资者行为对证券市场影响实证研究——以证券投资基金为例

..... 成都证券经纪有限责任公司 (419)



证券市场运行类

矛盾与转机——A股市场定价水平的历史、现状与将来

• 赵建兴

一、2001 年以来 A 股市场的价值回归趋势

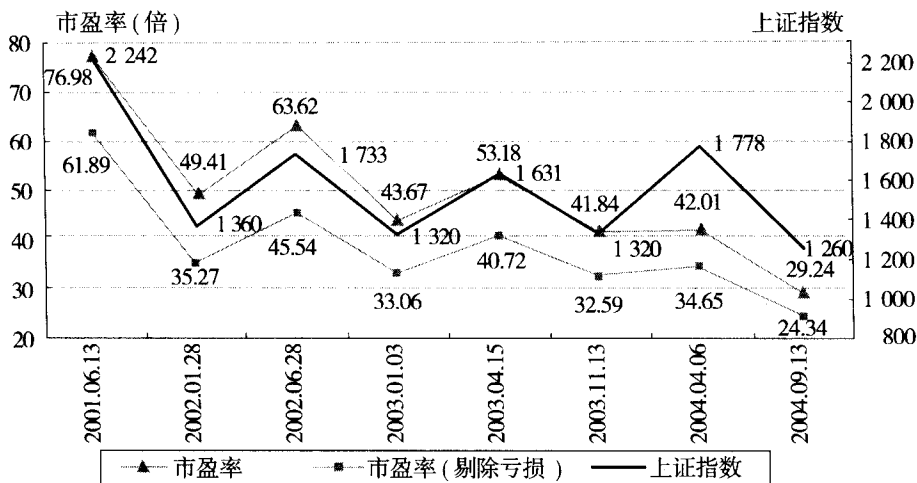
A 股市场自 2001 年 6 月起进入调整以来，大致形成了 1 300~1 800 点的大箱体均衡运行格局。此箱体的上轨压力来自于全流通与国际化预期下的价值回归，下轨支撑来自于新一轮经济周期中上市公司的盈利增长。两者的交替作用使 3 年来 A 股市场呈现指数箱体均衡运行、估值水平逐级下降的格局。在长期的震荡运行中，非蓝筹股价格的持续下跌和上市公司盈利能力的增强，使市场定价水平逐步趋于合理。

（一）价值回归压力的起源：供需不平衡下的价值高估

A 股市场的高市盈率（PE）主要产生于 2000 年的大幅上涨。整体市盈率在 2001 年 6 月份时高达 76.98 倍（全部样本）或 61.89 倍（剔除亏损）（见图 1）；而宏观经济当时仍处于低谷之中。同期世界主要股市因网络泡沫破裂，市盈率表现为下降趋势。此时，A 股市场的高市盈率既缺乏盈利基础的支持，也缺乏国际环境的配合。

更早地，A 股市场的定价泡沫甚或可以追溯到 1996 年开始的牛市。在持续降息带来的低资金成本与宽松的货币环境下，虽然上市公司盈利水平处于不断下降过程中，但 A 股市场的市盈率已经超过 30 倍，与当时世界主要国家的资本市场相比已经处于偏高水平。

我们将 A 股市场在 2001 年之前的发展定性为风险资产供需不平衡下价格与价值的背离。根源于市场分割与股权分置体制，中国本土资本市场的风险资产长期以来一直处于供不应求的状态。由于大量优质公司选择海外上市，经过 10 余



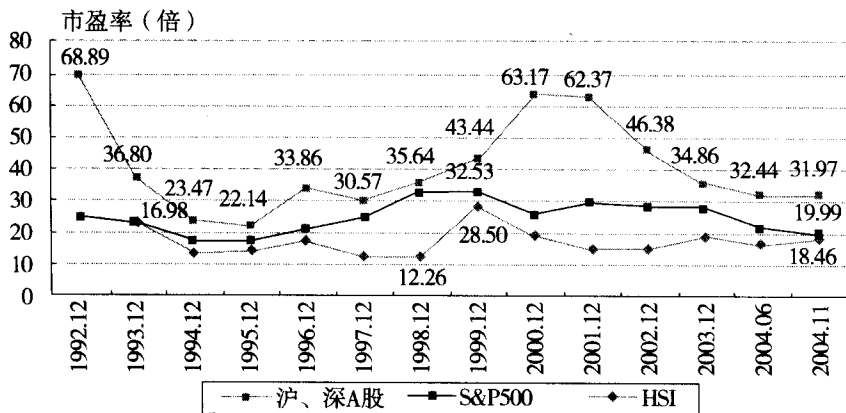
资料来源：招商证券研发中心。以下如无特别说明，均指来源于此。

图1 上证指数运行趋势与A股市场平均市盈率水平变化 (2001.06~2004.09)

年发展后，A股市场总市值占GDP的比重仅为34.23%。这样的资本化率显然较欧美发达国家平均约100%的水平相距甚远，较之中国香港和台湾地区，以及韩国等亚洲国家也有较大差距，总市值规模也与其经济总体规模不相称。

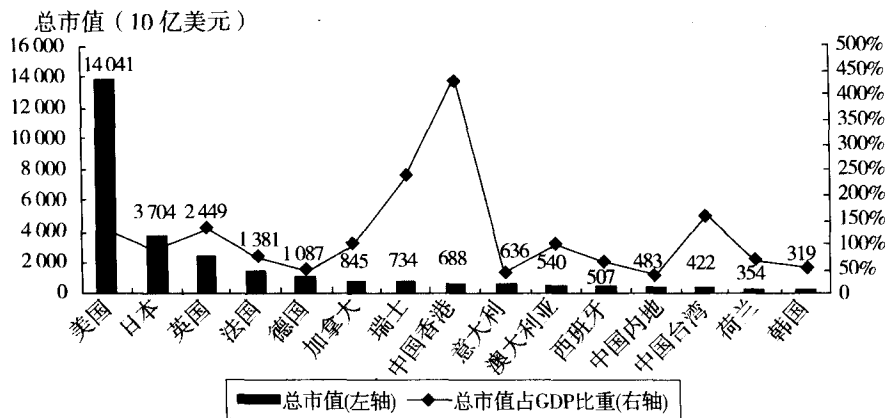
中国内地A股市场整体市盈率与美国、中国香港地区的比较见图2。世界各国及地区总市值约占GDP比重图示见图3。

股权分置使得A股市场的流通市值仅占境内总市值（不包括境外股份）约



资料来源：BLOOMBERG。招商证券研发中心整理。

图2 中国内地A股市场整体市盈率与美国、中国香港地区比较 (1992.12~2004.11)



注：总市值为 2004 年 6 月 30 日数据，GDP 为 2003 年美元数据。

资料来源：BLOOMBERG、世界银行。招商证券研发中心整理。

图 3 世界各国及地区总市值及其占 GDP 比重图示 (2004.06.30)

30%，而其中具有相对投资价值的公司数量与总市值/流通市值更少（见图 4）。基金重仓的前 100 名股票、上证 50 加深证 40 的流通市值占市场总流通市值的比重大约也仅为 30%。这意味着只有不足 10% 的公司和约 3 000 亿元的流通市值可以值得中长期持有。

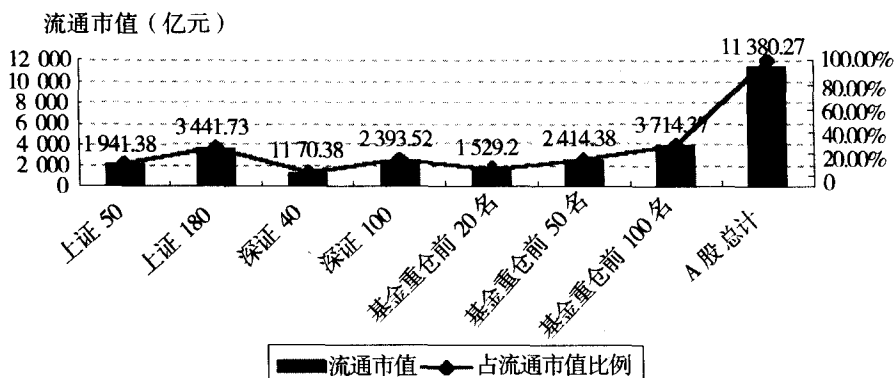


图 4 A 股可投资品种的流通市值规模及占流通市值比重

市场分割进一步导致了国内追求高风险的资金只有 A 股市场这一投资渠道。当相对富余的资金追求相对稀缺的风险资产时，A 股市场的高溢价与低回报由此产生。相对于全球资本市场而言，A 股市场的投资预期回报率与股权风险溢价并不高（详见下文），与中国上市公司在治理结构上的缺陷并不对称，由此导致 A