

国家自然科学基金资助计划项目

教育部哲学社会科学研究后期资助项目

证券市场

停牌制度研究

ZHENGQUAN

SHICHANG TINGPAI ZHIDU YANJIU

李 平 廖静池◎著



科学出版社

国家自然科学基金资助计划项目
教育部哲学社会科学研究后期资助项目

证券市场停牌制度研究

李 平 廖静池 著

科 学 出 版 社

北 京

内 容 简 介

本书在介绍国际成熟市场停牌制度及其研究现状的基础上,结合中国证券市场停牌制度的特点,采用市场微观结构的理论与方法建立理论模型,深入分析停牌与连续交易(不停牌)在波动率、深度、价格发现效率方面的差异,并对中国股票市场停牌制度的有效性进行深入全面的实证检验。本书的研究成果不但将丰富现有关于股票市场停牌制度的研究和市场微观结构理论,而且将为中国股票市场近期的停牌制度改革提供有力的实证依据。

本书适合从事证券市场微观结构和证券市场交易机制研究的学者、研究生以及证券市场投资者使用。

图书在版编目(CIP)数据

证券市场停牌制度研究 / 李平, 廖静池著. —北京: 科学出版社, 2016.3

ISBN 978-7-03-047450-6

I. ①证… II. ①李… ②廖… III. ①证券市场—研究—中国—IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 043605 号

责任编辑: 张 展 / 责任校对: 陈 靖

封面设计: 墨创文化 / 责任印制: 余少力

科学出版社出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码: 100717

<http://www.sciencep.com>

四川煤田地地质制图印刷厂印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2016年3月第 一 版 开本: 787×1092 1/16

2016年3月第一次印刷 印张: 11.5

字数: 320千字

定价: 69.00元

序 言

作为一种重要的价格稳定机制，停牌制度目前已经被广泛应用于全世界各主要证券市场。然而，对于停牌制度的利弊，学术界却一直存在较大分歧。支持者认为，停牌为交易者和做市商提供了充分消化信息的机会，使其可以做出更好的交易决策，进而可以提高复牌后的价格发现效率。反对者则认为，停牌给市场带来了人为的交易中断，阻止潜在的需求转化为交易，降低了市场的价格发现效率。

与境外市场相比，中国股票市场的停牌制度具有类型杂、次数多、时间长，以及充斥着大量例行停牌等特点。电子科技大学李平博士和深圳证券交易所综合研究所廖静池博士的学术专著《证券市场停牌制度研究》从中国股票市场停牌制度的特点入手，采用市场微观结构的理论和方法，建立理论模型对停牌制度的有效性进行深入分析。在此基础上，该书进一步采用中国股票市场的停复牌数据以及相关的低频和高频交易数据实证检验了中国股市停牌制度的实施效果，并且比较了中国股市目前使用的两种复牌模式之间的差异。概括起来，本书的创新点主要体现在以下几个方面：

(1) 现有市场微观结构理论方面的文献几乎没有涉及个股停牌期间的交易者行为分析，也没有建立相应的理论模型。本书采用市场微观结构理论中常用的理性预期框架和贝叶斯学习法则，首次深入分析了不同类型交易者在停牌期间的交易策略，进而考察了交易者行为对资产价格的影响。研究结果表明，只有当市场上知情交易者的比例较小(信息非对称程度较高)时，停牌才是有效的。与过去针对大规模停牌(断路器)的研究不同，本书不仅关注了停牌对市场价格波动的影响，还分析了停牌对定价偏差、信息揭示程度和市场深度等因素的影响。

(2) 作为典型的新兴市场，中国股票市场的停牌制度与境外市场的停牌制度有较大区别，目前这方面的研究还相对较少。本书结合中国股票市场停牌制度的特点，较为全面地从实证角度研究了停牌制度的实施效果。与已有的实证研究不同，本书不仅通过样本匹配和统计检验直接比较了停牌日和非停牌日样本的差异，还在此基础上结合多元回归分析，在控制住部分其他因素的情况下考察了停牌的实施效果，得到了更具说服力的研究结果。研究结果表明，中国股票市场的停牌制度虽然在整体上是无效的，但对ST股票实施的警示性停牌以及盘中临时停牌却是相对有效的，并且随着市场上信息非对称程度的增大，停牌所起的作用越来越明显。本书的研究结果，不仅为学术界关于停牌制度的争议提供了新的证据，而且为中国股市近期的停牌制度改革提供了有力的实证依据，还对停牌制度的进一步改革和完善提供了富有参考价值的政策建议。

(3) 目前，国内外关于停牌制度的研究主要集中在研究停牌制度的有效性上。实际上，除了停牌制度会对股票的价格发现造成影响外，复牌模式在其中所起的作用也值得关注。本书基于中国股市多种复牌模式共存的情况，借助中国股票市场特定时期的制度

转换，结合多个微观指标深入探讨了不同的复牌集合竞价模式在整个停复牌价格发现过程中的差异。研究表明，开放式集合竞价模式更有利于提高股票复牌时的价格发现效率。本书的研究结果，对中国股票市场的复牌模式设计提供了有力的实证依据。

总之，电子科技大学李平博士和深圳证券交易所廖静池博士合著的学术专著《证券市场停牌制度研究》研究起点高、成果丰富，比较充分地反映了该领域的研究前沿，是一本高水平的学术专著。本书的研究内容及成果不仅可以丰富证券市场微观结构理论和现代金融理论，而且可以为证券从业者和金融监管层提供重要的参考依据。

何基报

深圳证券交易所综合研究所研究员

2014年8月

前 言

停牌制度既是证券市场上一种主要的价格稳定机制，也是信息披露的核心制度之一。从市场微观结构理论的角度来看，实施停牌的目的主要是提高市场透明度，降低信息的非对称程度，使得交易者能够在面临市场剧烈波动或巨大信息冲击的时候，有充足的时间获取信息并分析该信息对资产价格可能产生的影响，进而做出更好的交易决策，最终保证市场能公平、公正、稳定地运行。

然而，与监管层对于停牌制度的良好预期不同，学者们却对停牌制度的作用褒贬不一。支持者认为停牌可以给交易者一个缓冲的机会，帮助其消化信息，进而避免市场在新信息到来时出现剧烈的价格波动。反对者则认为，停牌人为地中止了市场的交易和价格发现过程，阻止交易者通过交易实现其需求，因此是不必要的。那么，停牌制度究竟在证券市场上起了什么作用？现有的停牌制度有效吗？显然，深入研究停牌制度的功能和有效性，不仅可以丰富和发展市场微观结构理论，还能为监管层进行正确的市场监管、设计合理的停牌制度提供理论和实证方面的重要依据。

中国证券市场的停牌制度具有停牌类型杂、停牌次数多、停牌时间长、停牌措施不完备等特点，这些有别于境外市场的特点也恰恰成为监管层历次停牌变革的依据。然而，这种简单参考境外市场停牌制度的做法有效吗？能否实现停牌制度的设计目的？目前，针对中国证券市场停牌制度的研究还非常缺乏。为此，本书采用市场微观结构的理论和方法，通过理论建模和实证检验来研究中国股票市场停牌制度的有效性。

近十年来，我一直从事证券市场微观结构理论方面的研究，先后主持了两项国家自然科学基金项目。其中，在完成国家自然科学基金面上项目（青年基金）“可撤销订单及随机时间结束模式下的开放式集合竞价机制研究”（项目编号：70703002，2008年1月至2010年12月）的过程中，我发现中国证券市场停牌后的股票竟然采用不同的集合竞价方式复牌（开盘就复牌的股票采用开放式集合竞价，其余时间复牌的采用封闭式集合竞价）。此后，我对中国股票市场的停牌制度产生了浓厚的兴趣。在曾勇教授的指导下，我和本书的另一位作者廖静池博士开始从事相关方面的研究。幸运的是，该项研究工作后来得到了教育部哲学社会科学研究后期资助项目（项目编号：09JHQ016，2009年11月至2011年12月）和国家自然科学基金面上项目“基于市场微观结构和特定事件的高频交易研究”（项目编号：71171034，2012年1月至2015年12月）的支持。

在过去的十年里，由本书作者为核心成员组成的市场微观结构研究团队，精诚团结，刻苦钻研，先后在《管理世界》、《管理工程学报》等高水平学术期刊和学术会议上发表了一系列学术论文，得到了同行的肯定和引用。本书即是我在相关领域的学术论文（含工作论文），廖静池的博士论文，我指导的研究生王博、高洁的硕士论文等研究成果基础上的提炼和升华。

作者向多年来支持和关心我们工作的家人、领导、同事、老师、学生和朋友，以及支持和帮助本书出版的科学出版社表示衷心的感谢。

李 平
2014. 9

目 录

第一章 证券市场停牌制度概述	1
1.1 停牌的概念	1
1.2 停牌的类型	3
1.3 境外主要证券市场的停牌制度	5
1.3.1 美国证券市场的停牌制度	5
1.3.2 英国伦敦证券交易所的停牌制度	7
1.3.3 加拿大多伦多证券交易所、澳大利亚证券交易所的停牌制度	8
1.3.4 香港联合证券交易所的停牌制度	9
1.4 中国境内证券市场的停牌制度	10
1.4.1 中国境内证券市场停牌制度的变革过程	10
1.4.2 中国内地证券市场 2012 年版停牌制度的内容	13
1.4.3 中国境内证券市场停牌制度的特点	19
第二章 停牌制度研究现状综述	22
2.1 停牌的信息释放功能	22
2.2 停牌前后的交易行为	24
2.2.1 停牌是无效的	25
2.2.2 停牌是有效的	26
2.3 停牌的价格发现效率	27
2.4 关于停牌制度的其他研究	28
2.5 关于中国证券市场停牌制度的研究	28
2.6 研究现状总结	30
第三章 停牌制度有效性的理论研究	32
3.1 基本理论模型	32
3.1.1 基本假设	32
3.1.2 连续交易	34
3.1.3 停牌	38
3.1.4 连续交易与停牌的静态比较	39
3.2 扩展一：公告信息与私有信息不同	44
3.2.1 扩展一：模型假设	45
3.2.2 停牌	45
3.2.3 连续交易与停牌的静态比较	46
3.3 扩展二：风险资产基本价值发生变化	53

3.3.1 扩展二：模型假设	54
3.3.2 连续交易	54
3.3.3 停牌	57
3.3.4 连续交易与停牌的静态比较	58
3.4 扩展三：连续交易时公布私有信息且风险资产价值发生变化	62
3.4.1 扩展三：模型假设	63
3.4.2 连续交易	63
3.4.3 停牌	66
3.4.4 连续交易与停牌的静态比较	66
3.5 小结	69
3.6 本章附录	70
3.6.1 $\hat{S} v$ 数字特征的证明	70
3.6.2 式(3-58)和式(3-59)的证明	71
第四章 基于低频数据的中国股市停牌制度的实证研究	73
4.1 深圳 A 股市场停牌制度的有效性检验	74
4.1.1 实证数据	74
4.1.2 实证方法	75
4.1.3 实证结果与分析	77
4.2 警示性停牌对成交量和波动率的影响研究	82
4.2.1 实证方法与结果	82
4.2.2 实证结果	83
4.3 沪深市场停牌制度有效性检验	88
4.3.1 实证数据	88
4.3.2 实证结果分析	89
4.4 停牌对成交量和波动率的影响分析	98
4.5 小结	100
第五章 基于高频数据的中国股市停牌制度的实证研究	101
5.1 停牌有效性的判断依据	101
5.2 样本数据	102
5.2.1 停牌日样本的选取	102
5.2.2 非停牌日样本的选取	105
5.3 实证分析	108
5.3.1 变量选取	108
5.3.2 描述性统计	109
5.3.3 停牌对深度的影响	113
5.3.4 停牌对波动性的影响	116
5.4 稳健性检验	121
5.4.1 检验一：通过改变匹配阈值选取样本	122

5.4.2 检验二：通过改变信息非对称程度的度量指标选取样本	123
5.5 关于理论和实证结果差异的分析	125
5.6 停牌对市场流动性的影响	127
5.6.1 相关变量	128
5.6.2 描述性统计结果与分析	128
5.6.3 回归结果与分析	133
5.6.4 结论	137
5.7 停牌对价格发现效率的影响	138
5.7.1 样本数据	138
5.7.2 停牌对价格分散程度的影响	138
5.7.3 停牌对价格调整速度的影响	140
5.8 深圳中小板市场盘中临时停牌的研究	143
5.8.1 引言	143
5.8.2 样本数据	144
5.8.3 实证结果	145
5.8.4 结论	150
5.9 小结	150
第六章 中国股票市场的复牌模式研究	153
6.1 样本选取	154
6.2 实证分析	156
6.2.1 变量选取	156
6.2.2 描述性统计结果	158
6.2.3 实证结果和分析	159
6.2.4 稳健性检验	163
6.3 小结	166
主要参考文献	167

第一章 证券市场停牌制度概述

1.1 停牌的概念

停牌(trading halt),是指证券在场内市场交易过程的强制中断,也有一些资料将停牌称为“trading suspension”。实际上,大部分证券交易所(如美国纽约证券交易所、美国纳斯达克证券交易所和澳大利亚证券交易所)对“trading suspension”和“trading halt”赋予了不同的含义:前者指上市公司暂停上市或退市,后者指证券的暂停交易。没有特别说明,本书研究的停牌是指“trading halt”,即证券的暂停交易。

停牌的对象既可以是普通股票和债券,也可以是金融衍生品,甚至可能是一系列的证券组合乃至整个市场的所有证券。停牌既可以由上市公司主动提出申请,交易所审批通过后执行,也可以由交易所自行实施。此外,证券监管部门也有权指定证券停牌。需要指出的是,虽然证券监管部门(如证监会)和证券交易所均有权决定停牌,但是两者的权限有所差异。通常来讲,当上市公司发生重大变化或市场上出现关于上市公司的重大突发信息时,证券监管部门和证券交易所均有权对相关证券实施停牌;而当证券价格(或市场指数)波动过于剧烈以致触及事先设定的阈值时,仅证券交易所有权对相关证券实施停牌。在本书中,将所有有权实施停牌的机构(即证券监管部门和证券交易所)统称为“监管层”。

停牌制度既是证券市场的一种主要的价格稳定机制,也是信息披露的核心制度之一。从市场微观结构研究的角度来看,实施停牌是为了提高市场的透明度,减少信息的非对称程度,使交易者有足够的时间获取信息并分析该信息对资产价格可能产生的影响,从而在信息相对充分的情况下做出理性的交易策略,以避免市场在信息不对称的情况下出现剧烈的价格波动,最终保证交易者可以在公正、高效和透明的市场环境里以一个“有效”的价格实现其交易需求。具体而言,证券市场的停牌制度主要有三个目的(黄本尧,2003)。

(1)提高市场透明度。如果市场信息不充分,证券交易将在不知情的情况下进行,证券的市场价格就不能反映发行人的真实经营业绩和财务状况,进而影响到证券市场资源配置功能的有效发挥。为了提高市场的透明度,证券监管部门要求发行人将其知悉的信息尽快披露,以便投资者进行合理决策。如果媒体上出现发行人未披露的市场传闻,或者发行人未履行上市规则所要求的持续信息披露义务,市场的透明度就会因信息披露不充分而下降。在这种情况下,对该公司上市交易的证券实施停牌,要求发行人在停牌期间就市场传闻做出澄清说明或就未披露事项进行充分披露,无疑是提高市场透明度的一个有效措施。

(2)保护投资者。停牌的一个重要目的就是尽可能地消除信息不对称,保护投资者的利益。如果信息是在非交易时间公布,可以合理推断投资者一般能在开市前获知该信息;但如果信息是在交易时间公布,且该信息会对证券价格产生重大影响,那么信息的发布将导致市场价格的瞬间剧烈波动,一部分投资者很可能在不知情的情况下因交易而受损。在这种情况下,对证券实施停牌,可以使投资者有足够的时间获悉信息,并分析该信息对证券价格可能产生的影响,从而在信息完整的情况下做出理性投资决策。

(3)维护市场的价格稳定。市场在某些时候可能因某些原因而出现供求失衡,市场供求的严重失衡将导致证券价格的急剧波动,使市场处于无序状态;市场也可能在某些时候因无法预期的突发事件而迅速下挫,甚至崩溃。在这些情况下,对供求严重失衡的证券或对整个证券市场实施停牌,可使市场在充分吸收信息的基础上重新达到均衡,从而尽快恢复市场的有序运行。

相反,如果没有停牌制度或者停牌制度设计不合理,那么部分交易者可能会因信息不对称(甚至传递虚假信息)而获取不正当利益,而另一部分交易者则会遭受严重损失,这有违公平、公正、公开的证券市场发展原则,进而将伤害市场的有效运行。例如,2007年发生在中国股票市场的“杭萧钢构事件”最为典型。

2007年2月12日,在上海证券交易所上市的杭萧钢构(600477)的董事长单银木在公司2006年度总结表彰大会上披露了公司将介入一个“国外大项目”的重大内幕消息——一个300多亿元的项目,但上市公司并未按规定及时披露该消息。在股价连拉三个涨停后,2007年2月15日上市公司才正式发布公告,称杭萧钢构公司正在进行一项境外合同谈判,合同意向是300亿左右的境外钢结构工程。更为重要的是,姗姗来迟的公告信息的准确性(该重大项目具有不确定性)并未得到有效监督,于是杭萧钢构的股价在利好公告下又连续拉了3个涨停(期间间隔了春节假期)。2007年2月27日~3月12日,因重要事项未公告,杭萧钢构停牌。2007年3月13日,杭萧钢构公司再次发布公告就之前提及的意向合同事项进行说明,之后又是4个涨停。2007年3月19~30日,因重要事项未公告,杭萧钢构全天停牌,证监会开始介入调查。但是,在证监会的调查结果尚未公布的情况下,2007年4月2日杭萧钢构竟然复牌并涨停。期间,公司发布澄清公告,就新华社以通稿形式发布的《杭萧钢构订单利好被公司提前泄漏》发布澄清公告,同时发布境外建设工程项目合同进展公告。此举不但转移了公众注意力,并且进一步误导市场将事件解读成利好信息,导致4月3日继续涨停。2007年4月4日,杭萧钢构开盘交易一分钟后紧急停牌,因涉嫌违法违规行为,证监会决定对该公司立案调查。2007年4月5日,杭萧钢构称收到证监会《立案调查通知》,停盘一小时后复盘交易。2007年4月23日,央视再次质疑杭萧钢构合同的真实性,杭萧钢构股票连续下跌,2007年4月30日,杭萧钢构股票跌停。

在整个事件中,杭萧钢构的股票自2007年2月12日~4月13日,除两个跌停和一个开盘1分钟6%的上涨外,一共17个涨停板。期间,关于杭萧钢构的舆论不断,涉及“虚构合同论”、“不能履行论”、“中基公司骗子论”、“信息披露违规论”、“二级市场操纵价格论”等多种争论。鉴于舆论压力,两个月内,证监会对杭萧钢构“停盘调查”一次,“盘中紧急停盘”立案调查一次,但均无果复盘,股价大涨。至2007年4月30日除新闻

报道外,监管部门尚没有依法公布结论。2007年5月11日和12日,证监会下达对杭萧钢构公司的处罚,认定杭萧钢构信息披露违规,上海证券交易所对杭萧钢构公司公开谴责,杭萧钢构公司董事会向股东公告致歉。

“杭萧钢构事件”再次引起人们对中国证券市场停牌制度的质疑:①为什么在涉及重大内幕信息泄露的情况下,上市公司不立即申请停牌并在停牌期间披露相关信息?换言之,杭萧钢构应该在2007年2月12日停牌并公告信息,而不是在三天之后。②为什么在监管层尚未公布调查结果之前,竟然允许上市公司复牌交易,并且允许上市公司进一步误导投资者,导致部分违规资金出逃,迷惑不明真相的投资者接盘?③除了加强对内幕交易的监管,应该怎样设计或者改进停牌制度才能避免类似事件的发生?

从停牌的整个过程来看,停牌制度的设计主要包括三方面内容。

首先是停牌的触发,即在什么样的情况下才会发生停牌。通常来讲,各国证券交易所的上市规则和交易规则都会对触发停牌的情况进行详细阐述,并且主要涉及两大类:①上市公司的经营状况发生重大变化,或市场上突然出现关于上市公司的重大信息,而部分交易者无法及时获取信息,此时监管层有权对涉及上市公司的证券进行临时停牌;②市场在某些时候出现供需失衡,进而导致证券价格的急剧波动,并且上述波动的幅度达到了事先设定的阈值,此时出于抑制市场波动和维持市场秩序的考虑,交易所所有权对相关证券进行停牌。

其次是停牌的过程。在停牌过程中,证券的交易被完全中止,部分交易所允许投资者提交甚至修改订单,但是交易的执行会留待证券复牌之后。在停牌期间,监管层会通过相关渠道发布关于停牌的公告信息,阐明停牌相关事由,同时对交易者进行一定的警示。在停牌期间,交易者则可以了解和消化与上市公司相关的各种信息,进而调整自己的交易策略。

最后是停牌的完成,即复牌(resumption)。在停牌被触发、证券中止交易且监管层发布相关信息等一系列过程完结之后,证券将恢复交易,即所谓的“复牌”。按照停牌发生时间的不同,复牌的方式主要有两种:一种是在交易过程中发生停牌,复牌后直接按照原先的交易制度进行交易。例如,根据美国纽约证券交易所的规定,当指数波动超过一定范围时整个市场会暂停交易一段时间,在复牌之后,交易仍然按照原有的连续交易制度进行。另一种是在完成停牌后先转换到其他的交易制度复牌,待市场产生复牌价格之后再转换到原有的交易制度。其中最常见的情况就是在完成停牌之后采用集合竞价复牌,然后再按照原有的连续交易制度进行交易。例如,伦敦证券交易所、韩国证券交易所、中国内地的上海和深圳证券交易所均采用这种方式。

1.2 停牌的类型

按照监管层是否能主动对证券实施停牌,通常将停牌分为自主停牌(discretionary trading halt)和自动停牌(automatic trading halt)两类。其中,自主停牌是指监管层凭借其认为合理的理由而主动对证券进行停牌;自动停牌则是指当触及事先设定的条件或所需的停牌阈值时证券交易系统自动启动的证券停牌。以上两种类型的停牌都可以对单一

证券、证券组合乃至整个市场实施。自主停牌的时间长短取决于实施停牌的最终目的,这类停牌通常持续较长;自动停牌的停牌时长取决于事先设定的规则,这类停牌的期限通常比自主停牌短。

自主停牌通常在预期上市公司即将发布重大消息、上市公司未能履行相关规定、怀疑在证券交易中出现异常行为,以及应对非常事件时使用,主要包括以下四种类型。

(1)上市公司发布重大信息导致的停牌。实施这类停牌的主要目的是提醒交易者有影响价格的重大信息即将或正在发布,使其有充分的时间接收并消化信息,进而制定下一步的交易策略。通常来讲,这类停牌的时间长短由停牌的主体决定,即直到主体认为信息已经在市场上全面传播,证券才会复牌。除了发布信息外,当市场上出现不实传闻或虚假报道时,上市公司也会申请停牌同时向投资者发布澄清公告。

(2)上市公司未能履行相关规定导致的停牌。如果上市公司出现不遵守上市规则的情况(例如,上市公司未能按期披露财务报告或披露不充分,违反会计规则但是未能按期修改,在公司运作方面涉嫌违规操作,未能履行持续披露的义务,未能达到最低股价要求等),那么监管层可以对证券实施停牌,严重者甚至可能暂停上市或最终退市。

(3)监管层怀疑在证券交易中出现信息泄漏或重大舞弊或操纵证券价格的行为时实施的停牌。当监管层怀疑上市公司管理层泄漏信息或利用内部信息获利时,就会对上市公司相关证券及其衍生品种实施停牌。如果上市公司出现虚假财务报告(或漏报)这样的情况时,监管层也会对相关证券实施停牌。此外,当某一证券的异常交易预示着有内幕交易或操纵股价的嫌疑时,监管层同样有权对该证券进行停牌处理。

(4)市场上出现非常事件的停牌。如果在交易日当天发生影响巨大的突发事件,为了防止整个证券市场出现暴跌甚至崩盘的情况,监管层有权将整个市场停牌。例如,1999年9月21日台湾发生大地震后,台湾证券交易所将主要证券市场暂时关闭,直至1999年9月27日才恢复交易。2001年9月11日,美国发生“9.11”恐怖袭击事件,美国证券交易委员会在其后4天内将国内各主要证券市场全部关闭。2008年5月12日“5.12汶川大地震”,上海证券交易所因无法评估灾难对川渝板块上市公司造成的损害,于2008年5月13日起对45家川渝板块上市公司证券实施停牌,直至相关公司发布公告。

自动停牌主要在某一证券的价格或整个市场的指数剧烈波动并且达到事先设定的阈值时使用,包括以下两种类型:①证券价格异常波动停牌。如果某一证券的供需关系在一段时间内严重失调,造成其交易价格和成交量(或换手率)异常波动且达到事先设定的限制条件时,证券市场的交易系统将自动对该证券执行停牌。异常波动停牌的作用主要是通过交易中止来警示交易者,使其有机会对证券的价值进行重新评估,以避免盲目交易带来的损失,同时也保证市场正常的交易秩序。②整个市场停牌,即断路器(circuit breaker)。这种类型的停牌是指当参考指数的波动超过事先设定的范围时,交易系统可以自动将整个市场停牌,此时所有证券均无法交易。通常来讲,断路器一般是在大盘的参考指数下跌到一定范围时才会由交易系统自动执行,停牌的时间长短由下跌幅度决定。

根据停牌是否具有警示性作用,中国证券市场还将停牌划分为例行停牌和警示性停牌(黄本尧,2003;胡文伟等,2007)。其中,例行停牌是指上市公司处于基本正常状态,但是发生了上市规则或者交易规则要求停牌的事项而必须进行的停牌。虽然并未明确规

定哪些事项是例行停牌，但大致可以包括：刊登年报、召开股东大会、业绩预警、股权激励、利润分配、购买出售交易、刊登要约收购报告书、股票出现例行的异常波动等。上市公司进行例行停牌须向交易所提交申请，并且对停牌时点、停牌期限、复牌时间均有明确规定。

警示性停牌是指上市公司或其股票交易发生异常情况，根据上市规则或交易规则的要求需要停牌，以警示交易者注意异常事项或敦促上市公司予以改进。需要警示性停牌的事项通常包括：股东大会决议涉及否决议案、股票被认定为异常波动、财务报告被出具非标准无保留审计意见且被认为严重违规、无法定期披露定期报告、财务报告虚假或存在重大会计错误、公司运作和信息披露不规范而被调查、媒体披露上市公司尚未公开的重大信息、市场出现公司未经证实的传言、公司违反上市公司规则拒不改正、公司定期报告严重瑕疵且拒不改正、交易所失去公司有效信息来源、公司被特别处理或暂停交易等。由于停牌原因复杂以及影响程度可能存在巨大差异，警示性停牌的时点、停牌期限、复牌时间往往需要上市公司和监管层共同商议后决定。

1.3 境外主要证券市场的停牌制度

1.3.1 美国证券市场的停牌制度

美国证券市场的停牌制度主要体现在美国证券交易委员会(SEC)颁布的针对大盘异常波动的 80B 规则及其修正条款、针对个股的纽约证券交易所(NYSE)《上市规则》第 202 条第 6 款和第 7 款以及《交易规则》123D 款、纳斯达克(NASDAQ)《上市规则》第 4120 款中。

为了防止市场的突然大幅下跌，纽约证券交易所在吸取 1987 年股市大崩盘的教训后，于 1988 年制定了防止价格过度波动的“大盘断路器(circuit breaker)”措施，即当市场下跌超过预先设定的一定幅度时，对交易进行限制(trading curb)甚至中断(暂停)整个市场的交易。在纽约证券交易所，1988 年 10 月开始实施的 80A 规则(指数套利断路器)对市场剧烈波动情况下的若干交易行为进行限制。同时，纽约证券交易所还开始实施 80B 规则。当时规定，当道琼斯工业平均指数较上一交易日收盘指数下跌 250 点时整个市场暂停交易 1 小时，如果继续下降到 400 点时则闭市 2 小时。

1997 年 1 月 31 日，美国证券交易委员会对 80B 规则进行了修订，调整的结果放宽了在交易所进行交易的股票价格发生异常波动的范围。根据该修改法案，当道琼斯工业平均指数下跌 350 点时，交易所暂停所有股票的交易并且停牌时间不少于 30 分钟；如果继续下跌到 550 点则至少闭市 1 小时；如果 350 点的下跌是在下午 3 点半或以后发生，或者 550 点的下跌是在 3 点以后发生的，交易所应该停止当天所有的交易不再开盘。

1998 年美国证券交易委员会再次对 80B 规则进行了两次修订，新规定于 1998 年 4 月 15 日起生效实施。这个新的断路器是由美国各证券交易所和全国证券商协会(NASD)提出，建议以道琼斯工业平均指数每季度的升降幅度来实行断路功能，而不是根据先前

的固定点数,并且要求只在美国证券市场出现严重下滑时才启动断路器。

根据新修订的 80B 规则,交易所在每个季度的第一天,根据上个月道琼斯工业平均指数的平均收盘指数将百分比转换为具体的点数(取整 50 点)。当道琼斯工业平均指数分别下降 10%、20%、30% 时交易停止。具体情况如下:①第一种情况:如果道琼斯工业平均指数在下午 2 点之前下降 10%,闭市 1 小时;如果道琼斯工业平均指数在下午 2 点和 2 点半之间下降 10%,闭市半个小时;如果道琼斯工业平均指数在下午 2 点半之后下降 10%,大盘不停牌,交易继续进行。②第二种情况:如果道琼斯工业平均指数在下午 1 点之前下降 20%,闭市 2 小时;如果道琼斯工业平均指数在下午 1 点~2 点下降 20%,闭市 1 小时;如果道琼斯工业平均指数在下午 2 点之后下降 20%,则闭市,并在该日之内不再交易。③第三种情况:只要道琼斯工业平均指数下降超过 30%,则立即闭市,并在该日之内不再交易。

根据纽约证券交易所《上市规则》第 202 条第 6 款和第 7 款、《纽约证券交易所规则》123D 的相关规定,针对个股的停牌主要分为两种情况。第一种是因需要披露重大信息(material news)而引起的停牌。当上市公司需要披露重大信息或澄清相关交易传闻时,公司必须在发布重要声明前 10 分钟通知交易所,由交易所决定证券是否停牌或推迟开盘;而当上市公司面临恶意收购等无法预先通知交易所的情况,交易所客服部门将通知交易运行部门并建议是否停牌,然后由运行部门主管最终决定是否需要停牌。第二种是因市场上出现非正常情况(unusual situation)而导致的停牌,目的是向投资者进行警示,以便他们能够对已经进入或可能进入证券市场的供求做出反应。当市场上出现剧烈的异常波动(extraordinary volatility)或严重的买卖订单不平衡(large order imbalance)时,承担做市商角色的专家(specialist)会联系运行官员并要求对停牌的适当性进行评价。最终做出的停牌决定必须获得交易所运行主管或两位运行官员的批准。

纽约证券交易所停牌的程序为:①一只股票在重大信息发布期间,纽约证券交易所所有权决定该股票是否应当停牌。②实施停牌或推迟交易将会被宣布,并且停牌或推迟交易的原因将被作为“未确定信息(news pending)”。③其后,交易所将进行密切监控,重要信息一旦被公布,就会根据正常程序开始上市证券的开盘或复牌。④如果在实施停牌或推迟交易后信息未在一个合理的时间内公布,为了保持市场的流动性,该上市证券将被开盘或复牌。通常而言,如果在实施停牌或推迟交易后大约 30 分钟内信息仍未公布,交易所会对上市证券实施强制开盘或复牌。在此之后,交易所将宣布:尽管重要的信息尚未发布,交易仍然继续进行。

尽管停牌对于保护投资者利益和保持市场的公平性有积极作用,但为了保持交易的连续性和市场的流动性,纽约证券交易所对停牌的总体原则是要尽量减少,并且停牌时间尽量缩短(最长不超过 30 分钟)。

纳斯达克证券交易所在其《上市规则》第 4120 款中规定在以下七种情形下可对证券或证券组合实施停牌:①即将到达的重大信息;②上市公司发布影响股价的敏感信息;③交易所没有收到所要求的信息;④上市公司违反纳斯达克的相关规定;⑤证券的流动性未达到法定的标准;⑥证券在交易时出现异常波动;⑦美国证券交易委员会要求停牌的情况。

此外,第4120款还对所谓的“重大信息”进行了界定,包括:并购、股票拆分或红利、异常收入和股息、获得或失去重大合同、重大新产品的研发、公司控制权的变更、证券赎回、销售相当数量的证券、重大劳资纠纷、制定购买上市公司股份的计划、购买其他上市公司的证券、上市规则中规定的必须报告的事项。

纳斯达克证券交易所停牌的程序为:①按照4310C16和4320E14的要求,发行人被要求在向媒体公布前向纳斯达克提供所有重大信息;②发行人应直接通过电话、传真或其他电子通讯等方式通知纳斯达克的市场监察部。所有上市公司授权代表口述的信息均要立即被书面证实;③一旦从发行人或其他资源获取到有关信息,纳斯达克将对该信息进行评估,就该信息对市场的影响进行估计,以便决定对该证券执行停牌是否适当;④纳斯达克应决定在第4120款中阐述的执行停牌的条件是否满足。停牌应在纳斯达克的新闻栏目中公布后立即生效;⑤恢复交易应在纳斯达克的新闻栏目中公布后生效;⑥一旦纳斯达克认定错误使用系统而导致的特别事项已被纠正,或该错误不再产生特别事项时,第4120款中所要求的停牌将被终止。

1.3.2 英国伦敦证券交易所的停牌制度

英国伦敦证券交易所(LSE)并没有针对整个市场停市的大盘断路器。针对个股,伦敦证券交易所在其《上市规则》中规定,上市公司可以就其认为合理的原因向交易所提出停牌申请,交易所决定是否实施停牌。此外,交易所可以凭借其认为合理的理由决定是否对证券实施停牌。根据上市规则,具体的停牌原因主要包括:①上市公司无法立即披露重大的敏感信息;②交易所怀疑上市公司的敏感信息正在被泄漏,同时上市公司不能或不愿意立刻发布公告指出这种情况;③交易所认为上市公司的财务状况不明朗以致可能误导交易者;④在本交易所和其他交易所同时上市的证券,已经就某些重大原因在其他交易所停牌;⑤交易所认为某只证券或其衍生品不存在有序的市场。

此外,伦敦证券交易所在其《Guide to TradElect》中规定,如果潜在的交易价格高于或者低于预先设定的动态或静态的参考价格的一定幅度(价格的异常波动)时,可能会出现如下四种情况的交易中断行为:①Pause:这种情况类似于集合竞价(call auction),投资者可以继续提交或撤销订单,但成交价格需要在规定的时间段内产生。②Market Suspension:证券在短时间内的临时停止交易。在此期间,系统不接受新的订单也不允许撤单。③Halt:证券在短时间内的临时停止交易。在此期间,系统不接受新的订单但允许撤单。④Halt & Close:完全停止交易,当天复牌的可能性极低。在停牌期间,系统不接受新的订单也不允许撤单。

一旦市场的状况恢复到正常情况,交易所就会要求停牌的证券复牌。如果是竞价驱动(order driven)的市场,则采用集合竞价的方式复牌;如果是报价驱动(quote driven)的市场,则有一个预强制性的报价阶段(pre-mandatory quote period),时间的长短可视具体情况而定。