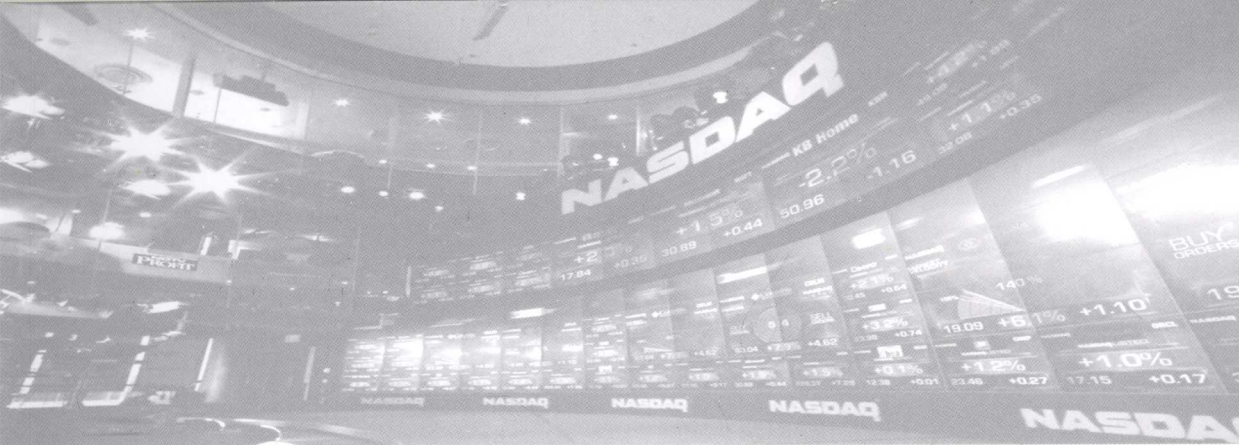




证券市场透明度与 价格发现效率关系研究

ZhengQuan ShiChang TouMingDu Yu
JiaGe FaXian XiaoLv GuanXi YanJiu

张肖飞 著



经济科学出版社
Economic Science Press

013041814

F832.51
348

国家自然科学基金项目 (批准号: 71101044)

证券市场透明度与价格 发现效率关系研究

张肖飞 著



经济科学出版社

F832.51
348



北航

C1650551

图书在版编目 (CIP) 数据

证券市场透明度与价格发现效率关系研究/张肖飞著.

—北京: 经济科学出版社, 2013. 4

ISBN 978 - 7 - 5141 - 3159 - 8

I. ①证… II. ①张… III. ①证券市场 - 透明度 - 关系 - 价格 - 研究 - 中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 063930 号

责任编辑: 袁 激

责任校对: 王苗苗

版式设计: 代小卫

责任印制: 邱 天

证券市场透明度与价格发现效率关系研究

张肖飞 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191537

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京季蜂印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 11 印张 250000 字

2013 年 4 月第 1 版 2013 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 3159 - 8 定价: 38.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

传统上，经济学家认为价格是供需平衡的结果。这些经典的金融理论强调了资产的真实价值，而忽略了市场交易机制在定价和价格波动方面的作用。这些理论一般不考虑市场交易机制的影响，而假定存在一个完善的和无摩擦的理想市场，认为市场交易机制本身并不会对价格产生任何影响。然而现实市场是不完美的，不存在没有交易成本和摩擦的市场。德姆塞茨（Demsetz）首次分析了市场交易机制对价格决定的影响。随后学术界将关注的焦点逐渐转移到交易机制对价格决定的影响上来，尤其是近几年，市场微观结构更是发展成为当前研究的热点议题。

作为市场交易机制之一的证券市场透明度更是成为学术界和实务界争论的焦点。一方面证券市场透明度和信息披露是证券市场价格形成的重要环节之一，另一方面也是形成公平、合理价格必不可少的一环。资本市场的核心功能之一就是价格发现功能，即将市场信息及时而有效地融入资产价格中（Schreiber and Schwartz, 1986）。目前，越来越多的证券交易所将改革的目标定位于市场透明度，这引发了一些值得思考的问题，究竟证券市场透明度在资本市场中发挥着一个什么样的作用？其对市场质量有什么影响？其对资本市场核心功能之一的价格发现功能又有什么影响？证券市场透明度的改革是否有助于促进价格发现效率？是否能够吸引更多的投资者，增加资本市场的竞争力？

自从马达范（Madhavan, 2000）把证券市场透明度分为交易前透明度和交易后透明度后，学术界和实务界普遍认为证券市场透明度包括两个方面：一是交易前透明度，二是交易后透明度。结合我国沪深证券交易所在市场透明度改革方面的实践，本书主要研究交易前透明度与价格发现效率之间的关系，研究动机是出于两个方面的考虑：一

方面,由于交易前透明度受到市场参与者的广泛关注,如投资者、政策制定者和证券市场监管者等,并且其对价格发现效率的影响相对比较直接,便于深层次认识和理解价格发现效率;另一方面,沪深证券交易所是新兴资本市场,他们在这方面不断探索的实践为研究提供了很好的自然环境。

结合我国沪深证券交易所交易前透明度机制改革的实践,本书将交易前透明度进一步细分为两种形式进行研究:一是限价订单簿透明度,主要从限价订单簿透明度提高后限价订单簿的信息含量(即对价格发现的贡献)与市场波动性,并从定价误差和委托单不平衡角度研究了其对价格发现效率的影响;二是集合竞价透明度,主要围绕开盘集合竞价透明度展开研究,从价格拟合度、价格同步性和委托单不平衡角度研究其对价格发现效率的影响。

全书共分9章,可以概括为四大部分,具体内容如下:

第一部分包括第1章和第2章。第1章是引言,具体包括研究背景及意义、研究动机与目的、研究问题的界定、研究思路与内容、本书贡献与创新。第2章是制度背景与文献回顾,首先分析了沪深证券交易所市场透明度改革的制度背景,包括我国沪深证券交易所的基本概况,例如交易时间和申报机制等;沪深证券交易所对限价订单簿透明度和开盘集合竞价透明度改革的背景、特点及具体内容。其次,对现有研究文献回顾与评述,结合沪深证券交易所透明度改革的实践,主要围绕限价订单簿透明度和集合竞价透明度对相关文献进行回顾与评述,基于不同的研究方法,分别从理论研究、实验研究和实证研究进行回顾与评述。

第二部分主要围绕限价订单簿透明度展开,实证检验了限价订单簿透明度对价格发现效率的影响,主要包括第3章、第4章和第5章。第3章主要研究限价订单簿透明度提高后,限价订单簿上每一档报价对价格发现贡献的变化,并研究了其对价格发现效率的影响。第4章从交易价格偏离市场有效价格的定价误差视角做了研究,着重检验了定价误差在事件前后的变化,据此分析价格发现效率的变化。第5章又从委托单不平衡视角研究了其对价格发现效率的影响,不仅比较了委托单不平衡在事件前后的变化,而且还分析了委托单不平衡的日间和日内效应的变化,进一步对比分析其对收益预测的能力,

最后得出研究结论。

第三部分主要围绕集合竞价透明度展开,实证检验了开盘集合竞价透明度对价格发现效率的影响,主要包括第6章、第7章和第8章。第6章从价格拟合度着重考察了开盘前半小时内无偏系数的变化,进而分析价格发现效率的变化;在此基础上,本章还从信息的角度对研究结果做进一步的检验、解释与说明,包括对开盘交易占整个交易日的百分比、知情交易概率的分析。由于价格发现效率的变化还可以体现在其他方面,借鉴以往研究理论与方法,本书第7章和第8章又分别从价格同步性与委托单不平衡这两个视角进一步研究了开盘集合竞价透明度对价格发现效率的影响。第7章从个股与市场价格同步性的角度分析开盘集合竞价透明度对价格发现效率的影响,同时还用市场效率系数做了稳健性检验。第8章着重分析委托单不平衡程度在开盘集合竞价透明度提高前后的变化,并对比分析了委托单不平衡的日内效应和日间效应以及委托单不平衡对收益预测能力。

第四部分是本书结论部分,即第9章是全书总结,包括研究结论、研究结论的进一步解释与说明、研究不足与展望。

本书的主要研究结论如下:

(1) 限价订单簿透明度提高后,最优买卖报价中点、最近一笔成交价、第二档和第三档报价的信息含量均显著大于限价订单簿透明度前。新增加的第四档和第五档报价具有边际信息含量,促进了价格发现。同时,限价订单簿透明度提高后市场的波动率显著降低,价格发现效率提高。这些结果表明限价订单簿透明度的提高促进了价格发现效率。

(2) 从定价误差视角的分析表明,限价订单簿透明度提高后,定价误差的标准差均显著小于事件前,并且标准化后的结果也是如此。并且,收益序列的自相关程度也显著降低。这充分证明限价订单簿透明度提高后,证券交易价格更加接近于随机游走,价格发现效率得到提高。

(3) 从委托单不平衡角度的分析表明,基于三种不同计算方法的委托单不平衡在事件后的均值均小于事件前,这说明交易价格更加趋向于有效。此外,委托单不平衡对收益预测能力相对于事件前均有显著增加。因此,在限价订单簿透明度提高后,委托单不平衡程度降低,

其对收益预测能力显著增加,促进了价格发现效率,交易价格更加有效。

(4) 开盘集合竞价透明度提高后市场的流动性降低,在集合竞价期间投资者的参与度降低,股票价格反映的市场信息相对于事件前有显著降低。虽然市场可以看到更多的信息,但使得具有私人信息的交易者不愿意披露自己提交订单的情况,知情交易者在开盘集合竞价期间参与度降低,开盘后的价格并没有反映知情交易者提交订单的信息,导致价格发现效率显著降低。

(5) 对开盘集合竞价透明度基于价格同步性的研究表明:开盘价格发现效率降低,并且也使得活跃度最低的股票收盘价格的发现效率降低。个股与市场价格反应一致性下降,降低了价格发现效率。

(6) 对开盘集合竞价透明度提高后的委托单不平衡的研究发现:委托单不平衡在事件前后日内均呈现倒“U”形态势,在日内不同时间点上事件后的委托单不平衡程度均大于事件前,加剧了委托单不平衡的程度,同时委托单不平衡对下一期收益的预测能力均有显著的下降。所揭示的经济含义是,开盘集合竞价由封闭式改为开放式,这显著降低了价格发现效率。

本书贡献与主要创新之处主要体现在以下几个方面:

第一,基于我国沪深证券交易所市场透明度改革的实践,本书将交易前透明度进一步细分为两种不同形式的透明度,即限价订单簿透明度和集合竞价透明度,并分别研究其与价格发现效率的关系,便于进一步认识和理解不同形式的透明度对价格发现效率的影响机理及途径。一定程度上突破了现有研究的局限,拓宽了研究视野,奠定了今后研究的基础。

第二,在研究限价订单簿透明度与价格发现效率的关系时,不仅分析了事件前后每一档报价信息对价格发现的贡献,还对事件前后每一档报价的信息份额做了横截面差异检验,明确了每一档报价对价格发现的影响。进一步,还着重分析了最优买卖报价的定价误差,并对此做了横截面差异显著性检验。此外,还率先从委托单不平衡视角分析了价格发现效率的变化,使得研究结论更加稳健。

第三,在研究开盘集合竞价透明度与价格发现效率关系时,突破了以往对价格发现效率的研究大多从流动性和波动性方面分析的

局限性，通过委托单不平衡和价格同步性视角得出稳健的结论。更重要的是，从信息的角度，运用知情交易的概率对研究结果的经济含义进行解释与说明，明确了集合竞价透明度对价格发现效率的影响机理。

作者

2013 年 4 月

目 录

第1章 导论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.2 研究动机与目的	7
1.3 研究问题界定	8
1.4 研究思路与内容	11
1.5 本书贡献与创新	14
第2章 制度背景与文献回顾	16
2.1 制度背景	17
2.1.1 中国沪深证券交易所概况	17
2.1.2 证券市场信息披露机制	19
2.2 文献回顾	22
2.2.1 限价订单簿透明度与价格发现效率	22
2.2.2 集合竞价透明度与价格发现效率	29
2.2.3 文献评述	32
2.3 本章小结	34
第3章 限价订单簿透明度、信息份额与波动性	35
3.1 引言	35
3.2 研究设计	36
3.2.1 价格发现模型	36
3.2.2 价格序列向量定义	37
3.2.3 研究样本与数据	40

3.3 限价订单簿的信息含量	41
3.3.1 每一档报价的信息含量	41
3.3.2 新增加报价的信息含量	43
3.3.3 横截面差异显著性检验	43
3.4 对市场波动性的影响	44
3.4.1 不同窗口期的比较	45
3.4.2 进一步检验	47
3.5 本章小结	52
第4章 限价订单簿透明度与定价误差	54
4.1 引言	54
4.2 研究设计	55
4.2.1 方差分解原理	55
4.2.2 具体分析步骤	56
4.2.3 研究样本与数据	57
4.3 实证结果分析	57
4.3.1 日内效应分析	57
4.3.2 定价误差的描述性统计分析	60
4.3.3 定价误差横截面差异显著性检验	61
4.3.4 进一步检验	62
4.4 本章小结	63
第5章 限价订单簿透明度与委托单不平衡	65
5.1 引言	65
5.2 研究设计	66
5.2.1 委托单不平衡的界定及模型构建	66
5.2.2 研究样本与数据	67
5.3 检验结果分析	68
5.3.1 描述性统计分析	68
5.3.2 委托单不平衡的日间和日内效应分析	71
5.3.2 委托单不平衡对收益预测能力的比较分析	74
5.4 本章小结	77

第6章 集合竞价透明度与价格拟合度	78
6.1 引言	79
6.2 研究设计	80
6.2.1 研究方法	80
6.2.2 研究样本和数据	81
6.3 检验结果分析	86
6.3.1 回归结果分析	86
6.3.2 价格发现效率的对比分析	88
6.4 进一步分析	89
6.4.1 开盘交易占整个交易日的百分比	89
6.4.2 开盘半小时内知情交易的概率	93
6.5 本章小结	94
第7章 集合竞价透明度与价格同步性	96
7.1 引言	96
7.2 研究设计	98
7.2.1 研究方法	98
7.2.2 研究样本及数据	101
7.3 日内效应分析	101
7.3.1 市场流动性的比较分析	101
7.3.2 日内分时段流动性的比较分析	102
7.4 实证结果分析	104
7.4.1 第一阶段回归模型解释力的比较	104
7.4.2 第二、第三阶段回归结果分析	108
7.4.3 第二、第三阶段回归结果进一步分析	111
7.5 进一步检验	113
7.6 本章小结	115
第8章 集合竞价透明度与委托单不平衡	116
8.1 引言	116
8.2 研究设计	118
8.2.1 研究方法与变量设计	118

8.2.2 研究样本与数据	119
8.3 检验结果	120
8.3.1 描述性统计分析	120
8.3.2 日间效应和日内效应分析	122
8.3.3 委托单不平衡对收益预测能力比较	125
8.4 本章小结	128
 第9章 结论	 130
9.1 本书主要研究结论	130
9.2 结论的进一步解释与政策含义	133
9.3 研究不足及展望	134
 附录	 136
参考文献	149
后记	162

导 论

1.1 研究背景及意义

证券市场透明度 (Security Market Transparency) 是市场结构的基本目标之一,也是保证市场公正和有效性的重要环节 (刘逖, 2002; 攀登、施东辉, 2006)。国际证监会组织 (International Organization of Securities Commissions, IOSCO^①) 在《证券监管的目标和原则》(2003) 中二级市场交易原则的第二十七条指出:“监管应提高交易的透明度。”^② 国际证券交易所联盟 (FIBV) 在《市场原则》(1998) 中也提出:“证券市场的透明度是公平的至关重要的因素,必须随时得到保证。尽管证券市场可以根据透明度和流动性之间的平衡提供不同程度的透明性,但是必须把价格和数量的细节内容向交易所即时报告。”美国证监会 (SEC) (1994) 认为:“证券市场透明度会改善价格发现,同时能够增进公平竞争和美国市场的吸引力。”在 2006 年 1 月 1 日实施的《中华人民共和国证券法》第三条也指出:“证券的发行、交易活动,必须实行公开、公平、公正的原则。”

交易机制的关键功能在于能够在有效交易规则的约束下将投资者的潜在需求转化为已实现的交易,在这一转化过程中,价格发现过程 (即形成市场出清价格的过程) 是关键,价格发现就是要将市场信息及时而有效地融入资产价格中 (Schreiber and Schwartz, 1986)。不同的交易机制在价格发现过程中所起的作用是各不相同的。各个证券交易所的交易机制在所允许的指令类型、交易可能发生的时间、指令提交时投资者所能获取市场信息的数量和质量方面都有所不同 (戴国强、吴林祥, 1999; 陈保华, 2003)。近年来,随着机构投资者对市场流动性、

^① 国际证监会组织 (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) 是国际间各证券暨期货管理机构所组成的国际合作组织。总部设在加拿大蒙特利尔市, 正式成立于 1983 年, 其前身是成立于 1974 年的证监会美洲协会。中国证监会于 1995 年加入该组织, 成为其正式会员。

^② 详情请参见 <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>.

波动性、交易执行成本和价格效率等市场质量指标的关注日益增加,世界各国各个证券交易所都纷纷提高股票市场信息的披露程度,以期最大限度地吸引机构投资者参与,提高市场质量。

在实践上,对于证券市场透明度具体披露到什么程度,世界各国和地区各个证券交易所都在不断地进行探索,并且已经取得相当多的经验。如1990年4月12日多伦多交易所(Toronto Stock Exchange)引入电子计算机系统,由只揭示一档最优报价,转而实时公开揭示买卖双边各五档限价订单簿(Limit Order Book),大幅增加了市场透明度。纽约证券交易所(New York Stock Exchange)从2002年1月起向信息供应商、经纪商与自营商及职业投资者提供一项名为“Open book”的信息服务,使购买者可以看到所有证券的所有买卖报价和委托量,而以前这些信息只对专家(Specialist)公开,大大增加了市场的透明度。韩国证券交易所从2002年1月起将原先披露的五档买卖报价和委托量增加为十档。中国台湾证券交易所从2002年7月起改变了原先披露一档最优买卖报价的做法,改为披露五档买卖报价和委托量。新加坡证券交易所也开始向信息供应商和经纪商提供50个买卖报价和委托量。

本书援引曹晓华等(2006)对全球各交易所信息揭示程度概况做了一个统计分析,如表1-1所示。由表1-1可以看出,交易信息揭示程度的更加透明是一种趋势。我国沪深证券交易所也在不断追求与探索如何设计适应我国资本市场发展的交易机制,2003年12月8日我国上海和深圳证券交易所把公开披露的限价订单簿信息由买卖双方三档扩大至五档。2004年6月25日起,深交所中小企业板块新股开始上市,与主板市场交易制度相比,主板市场开盘集合竞价采用的是封闭式集合竞价,而中小企业板块股票的开盘集合竞价以开放式集合竞价的方式进行。^①2006年7月1日,上海和深圳证券交易所将开盘集合竞价由封闭式集合竞价转为开放式集合竞价。同时深圳证券交易所收盘改为最后3分钟集合竞价。上海证券交易所于2007年推出的赢富数据(TopView)使得市场透明度大大提高,但是迫于各方压力,赢富数据被迫于2009年1月1日下线。^②

世界各国和地区证券交易所在提高市场透明度方面所做的种种努力,目的都在于吸引更多的投资者,增加市场流动性,促进价格发现效率,最终能够提高市场质量。但市场透明度的提高会对市场产生什么样的影响,市场透明度的提高是否达到了最初的目的则没有达成一致共识,同时这不仅是投资者关注的问题,更是证券监管部门关心的问题。按照法玛(Fama)的有效市场理论:在一个信息强

① 从信息披露角度,集合竞价可分为两种情况,即开放式集合竞价和封闭式集合竞价。前者指在集合竞价过程中,即时显示买卖盘信息和指示性集合竞价价格;后者指在集合竞价过程中不披露任何信息,仅仅在集合竞价过程结束后披露价格和成交情况。封闭式集合竞价机制很像是一个“黑箱”:订单从一端进入,另一端则输出成交情况,中间的过程是完全看不见的。

② 资料来源,凤凰网财经网: <http://finance.ifeng.com/roll/20081211/249403.shtml>。

表 1-1 全球各交易所交易信息揭示程度概况

交易所	揭示程度	个别或统计量	揭示对象
一、指令驱动市场			
东京	最佳五档/全部	个别	全体投资者：五档；会员：全部
中国香港	最佳五档	个别	全体投资者
澳大利亚	全部	个别/统计量	全体投资者：统计量；会员：个别
印度国家交易所	最佳五档	个别	全体投资者
韩国	三档	个别	全体投资者
吉隆坡	全部	个别	会员
新加坡	全部	个别	全体投资者
多伦多	最佳五档/全部	个别	全体投资者：五档；会员：全部
温哥华	最佳五档/全部	个别	全体投资者：五档；经纪商：全部
巴黎	全部	个别	全体投资者
布鲁塞尔	全部	个别	全体投资者
Euronet	全部	个别	全体投资者
斯德哥尔摩	最佳五档/全部	个别	全体投资者：五档；经纪商：全部
哥本哈根	最佳五档	个别/统计量	全体投资者：统计量；会员：个别
赫尔辛基	全部	个别	会员
奥斯陆	全部	个别	全体投资者
法兰克福	最佳一档	个别	会员
瑞士	全部	个别	全体投资者
意大利	全部	个别	会员
二、做市商市场和混合市场			
纽约	全部	个别	全体投资者
纳斯达克	最佳五档	个别	全体投资者
伦敦	全部	个别	会员
墨西哥	全部	个别	会员
布拉格	全部	个别	会员

注：委托股数的揭示方式分为个别揭示与统计量揭示两种，个别揭示指公开的是个别交易指令单的委托股数，统计量揭示指公开的信息是某一申报价格下累积的委托股数。信息揭示的对象依各交易所的规定而有所不同。透明度较高的市场对所有投资者揭示，透明度较低的市场则只对特定人士，如会员、经纪商、做市商等揭示。

资料来源：曹晓华等（2006）。

式有效的市场上，股价将反映所有的信息，市场参与者可以从买卖委托等数据中推断相关信息，使得价格最大限度地反映相关信息，提高价格的信息效率。正如奥哈拉（O'Hara, 1995）所言：“市场透明度使交易者更有能力从价格中推断信息，有利于达到均衡价格发现的目标。”市场透明度的变化会通过两种渠道对价格发现过程有影响：第一，针对透明度披露规则的变化，每一个交易者会调整他

对于股票真实价值和最优交易策略的偏好；第二，每一个交易者会对其他投资者交易策略的变化调整自己最优的策略，最终直到每一个交易者都不再进一步调整他们的策略，市场就会达到一个新的均衡市场出清价格，即价格发现。因此，证券市场透明度与价格发现成为市场微观结构理论中的一个重要研究议题。

证券市场透明度可以有多种不同的表现形式，例如限价订单簿的透明度、集合竞价的透明度等，不同形式的透明度对于价格发现效率的影响机制是不一样的。限价订单簿的透明度主要是针对订单（指令）驱动市场（Order Driven Market）而言的^①，在订单驱动市场上，股票交易价格是由市场上的买方订单和卖方订单共同驱动的，因此，限价订单簿的透明度主要是指交易者能够看到订单簿上买卖双方提交的委托订单数量和价格信息的能力。集合竞价的透明度则主要是指在股票市场在集合竞价期间的信息透明性，包括集合竞价期间指示性的价格和指示性的成交量等信息，与限价订单簿透明度最大的不同在于在集合竞价期间只有虚拟的成交价格、成交数量等信息，并没有实际的交易发生。这两种不同形式的透明度对投资者交易行为的影响是不一样的，对价格发现效率的影响也是不一样的，进而对市场质量的影响也会有所不同。集合竞价透明度主要影响了集合竞价后价格发现的效率，而限价订单簿透明度则是对整个交易阶段股票价格发现效率都有影响。哈里斯（Harris，2002）非常形象地描述了交易者对证券市场透明度的矛盾心情：“交易信息的披露一方面使交易者能看到其他交易者的提交订单行为及其所掌握的信息，另一方面也暴露了自己的信息。”因此，不同类型的交易者对证券市场透明度的需求也是不同的。^② 知情交易者虽然希望得到市场交易信息以调整自己的提交订单的策略，但是更担心较高的透明度使自己的私人信息被泄露。因此，知情交易者更希望在透明度不是很高的市场中进行交易。而对不知情交易者（流动性交易者）来说，他们获得信息的唯一渠道就是证券市场上交易信息的披露，证券市场上的交易信息披露得越多，他们和知情交易者之间进行交

① 订单（指令）指令驱动（Order Driven）系统和报价驱动（Quote Driven）系统是证券市场上两种不同的交易系统。指令驱动系统是一种竞价市场，也称为“订单驱动市场”。在竞价市场中，证券交易价格是由市场上的买方订单和卖方订单共同驱动的。如果采用经纪商制度，投资者在竞价市场中将自己的买卖订单报给自己的经纪商，然后经纪商持买卖订单进入市场，市场交易中心以买卖双向价格为基准进行撮合。报价驱动系统是一种连续交易市场，或称“做市商市场”。在这一市场中，证券交易的买价和卖价都由做市商给出，做市商将根据市场的买卖力量和自身情况进行证券的双向报价。投资者之间并不直接成交，而是从做市商手中买进证券或向做市商卖出证券。做市商在其所报的价位上接受投资者的买卖要求，以其自有资金或证券与投资者交易。做市商的收入来源是买卖证券的差价。这两种交易机制也有着不同的特点。指令驱动系统的特点有：第一，证券交易价格由买方和卖方的力量直接决定；第二，投资者买卖证券的对手是其他投资者。报价驱动系统的特点有：第一，证券成交价格的形成由做市商决定；第二，投资者买卖证券都以做市商为对手，与其他投资者不发生直接关系。两种交易机制流动性的来源也不同，订单驱动市场主要依靠订单簿提供流动性，报价驱动市场依靠做市商提供。

② 上海证券交易所赢富数据（TopView）的推出与下线就是不同交易者对股票市场透明度不同需求的明证。上交所一位高层管理人员曾经也说过，赢富数据的推出有利于提高市场“透明度”，但随着2009年1月1日该数据停止，这一切也就成为过往云烟，有评论人士指出：“赢富数据（Topview）被摘牌是一种倒退。”

易时的信息不对称程度越低,交易成本也就越低。因此,不知情交易者希望市场透明度越高越好。^① 交易者的行为直接影响到其提交订单的情况,进而会影响到价格发现效率,这正是其成为投资者、政策制定者与监管部门等关注焦点的原因,也是保证资本市场稳定有效运行的关键。

由此,本书以“证券市场透明度与价格发现效率关系研究”为选题,基于我国沪深证券交易所市场透明度机制变革的实践,从限价订单簿透明度和集合竞价透明度两种不同形式的透明度对价格发现效率的影响进行研究。具体来说,本书的选题具有理论与实践两方面的意义。

1. 理论意义

首先,本书从价格发现效率视角为市场透明度与市场质量之间关系的研究补充新的解释与经验证据。

由于缺乏市场透明度改革的实践,早期的研究主要围绕理论分析与实验研究展开。但随着信息技术的发展,世界各国证券交易所市场透明度改革的实践逐渐增多,因此,在近些年出现了较多关于市场透明度与市场质量关系的经验研究,目前的经验研究主要关注市场透明度与市场质量的某一方面,例如透明度对市场流动性、波动性以及有效性等方面的研究。由于市场信息能够直接反映在证券价格中,价格也是市场参与者关注的焦点,也是稳定市场运行的关键,因此,本书主要从透明度对市场有效性方面展开研究,也即透明度对价格发现效率的影响,是对现有研究的承继与发展。

与发达国家成熟资本市场的报价驱动交易机制不同的是,我国沪深证券交易所都属于订单驱动型的新兴资本市场。从这个角度而言,基于订单驱动型的新兴资本市场的研究拓展了市场透明度与价格发现效率研究视野。结合我国股票交易机制改革的实践,本书将市场透明度进一步细分为限价订单簿透明度和集合竞价透明度,并分别研究其对价格发现效率的影响。对于限价订单簿透明度与价格发现效率关系的研究,一方面从信息含量的角度进行分析,即对每一档报价对价格发现的贡献,以及限价订单簿透明度的改革是否向市场传递了股票增量价值信息;另一方面从交易价格偏离有效价格的定价误差和委托单不平衡角度分析价格发现效率的变化。对开盘集合竞价透明度与价格发现效率的研究,本书从无偏系数、委托单不平衡以及价格同步性这三个视角进行了分析,并且从信息的角度做了解释。开盘集合竞价透明度提高后,市场可以看到更多的信息,使得具有私人

^① 在证券市场中,证券价格在很大程度上是由信息决定的。交易者会根据自身拥有的信息,对证券价值形成判断,并根据该判断进行交易。市场在汇总所有交易者的交易需求之后,最终形成证券的市场价格。根据是否拥有相关信息,可以将交易者分为两类:知情交易者和不知情交易者。其中,知情交易者拥有关于证券未来价值的私人信息,而不知情交易者则不具备这部分信息(Bagehot, 1971)。