

屠年松◎著

A white candlestick chart is positioned in the upper left corner of the cover. It shows a series of price movements with several peaks and troughs. A small horizontal line points to a specific peak, with the number '3404.15' written above it.

交易制度

与中国股票市场质量研究

Jiaoyi Zhidu

Yu Zhongguo Gupiao Shichang Zhiliang Yanjiu



STOCK

人民出版社



Jiaoyi Zhidu

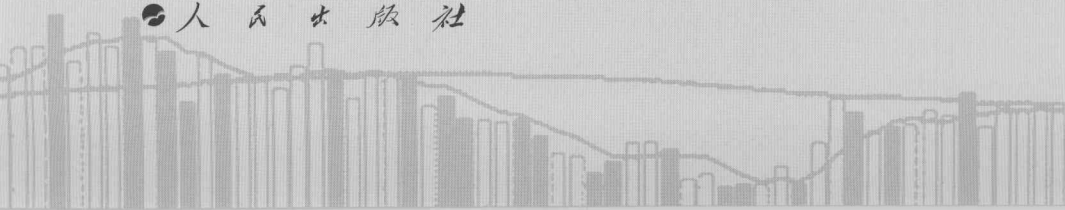
Yu Zhongguo Gupiao Shichang Zhiliang Yanjiu

交易制度 与中国股票市场质量研究

STOCK

屠年松◎著

● 人民出版社



策划编辑:陈光耀
责任编辑:辛春来
版式设计:东昌文化

图书在版编目(CIP)数据

交易制度与中国股票市场质量研究/屠年松 著.

-北京:人民出版社,2009.6

ISBN 978-7-01-007947-9

I. 交… II. 屠… III. 股票-资本市场-研究-中国
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 074740 号

交易制度与中国股票市场质量研究

JIAOYI ZHIDU YU ZHONGGUO GUPIAO SHICHANG ZHILIANG YANJIU

屠年松 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京新魏印刷厂印刷 新华书店经销

2009 年 6 月第 1 版 2009 年 6 月北京第 1 次印刷

开本:880 毫米×1230 毫米 1/32 印张:9.125

字数:209 千字

ISBN 978-7-01-007947-9 定价:22.00 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

序

我国股市自 20 世纪 90 年代初开市以来,迅猛发展,短短的 18 年间几乎走过了西方国家股市几百年走过的路程。然而,在这 18 年中我国的股市也经历了举世瞩目的起起落落,给我们留下了太多的思考。2006 年和 2007 年中国股市的大牛市,28 个月上证指数上涨了五倍多;2007—2008 年一年的时间,上证指数跌破了 1700 点,上市公司的市值缩水 70% 以上!“水能载舟,亦能覆舟”。除了国际的因素,我们应该怎么解决中国股市迅猛发展和市场质量未能同步提高的矛盾,扶持、培育中国股市的健康、持续发展,这是摆在中国学者面前最具挑战和极为重要的理论和实践课题。

要使中国股市健康、持续地发展,要做的工作很多,其中不断提升中国股票市场质量是保障中国股市健康、持续发展的基础条件,因此其备受世人关注。市场质量应是从股市功能中引出的概念,本书将之定义为股票市场履行其各项应有职能时所达到的状态。通过检索,发达国家在衡量市场质量指标时,通常使用流动性、交易成本、有效性、波动性和透明性五个指标。

然而,影响一国的股票市场质量的因素很多,有政治的、经济的因素;在经济因素中有经济发展水平的因素,有经济政策的影响,有特定时刻国内外经济环境的影响和经济制度等各方面的因素。虽然影响市场质量的因素很多,但经济制度是影响市场质量

的长期的最重要因素之一,而对制度性缺陷进行改革和完善是提高市场质量的根本措施。随着中国股市的迅猛发展,在中国股市制度的建设和建设过程中,国家和证监会已对发行制度(2001年核准制推出)、股权制度(2005年的股权分置改革)乃至股市的监管制度做过多次和重大的调整和完善,以提高中国的股票市场质量,并取得了一定的成绩。唯在交易制度方面的改革、完善甚少,因此国内以改善交易制度来提高我国股票市场质量的文章也甚少。

需要指出的是,金融市场微观结构理论自20世纪60年代新兴以来,是金融学中发展最快的一个重要新兴分支,广泛渗透到金融学的各个领域,从理论上大大深化了对金融市场微观运行的认识。大量研究表明,市场微观结构(交易制度)直接关系到股市功能的实现和市场质量的提高,对流动性、交易成本、有效性、波动性和透明性等市场质量的核心指标有着深刻而长远的效应。由于金融市场微观结构理论研究的对象主要就是金融市场的交易制度,因此本书从金融市场微观结构理论分析的交易制度入手,应用系统分析法从理论和实证两个方面全面地分析了发达国家通行的交易制度的价格形成机制、订单形式、交易离散构件、价格稳定机制、交易信息披露和交易支付机制六大要素对市场质量的五大指标的影响,结合我国的国情,提出了一些改革我国交易制度,以提高我国股票市场质量的可操作的政策建议和改革措施,为保障和推动我国股市的健康、持续发展提出一些更深层次的思考。

本书的创新之处主要表现在以下几个方面:

第一,针对中国股票市场质量不高的重大现实问题,应用处于金融学前沿的市场微观结构理论从理论和实证两方面进行研究,并进行国际比较研究。结合中国股票市场的实际,从全面探讨股

票市场的交易制度作用于市场质量的效应机理出发,建立评价股票市场质量的核心指标体系,以选择交易制度主要要素实现市场质量的提高作为贯穿全书的主线,应用市场微观结构理论,通过理论分析、比较研究和实证检验,以揭示交易制度相关因素对交易成本、流动性、波动性、有效性和透明性等市场质量属性的效应。最后,在综合理论分析和实证研究成果的基础上,提出了完善中国股票市场主板市场交易制度的建议与方案。本书对于市场微观结构理论的拓展和应用,对于中国股票市场交易制度的合理选择与完善,具有明显的理论价值和应用价值。

第二,首次全面系统研究了以提高市场质量为目标交易制度设计。迄今为止,国内学者对于交易制度与市场质量的研究基本分为两类:一是在交易制度对市场质量效应的研究方面,大多数集中在对市场质量的某一指标的研究上,没有考虑到市场质量是一个整体系统;二是对交易制度设计的研究方面,基本上是以市场质量的某一指标,如流动性,作为唯一的目标,也没有将市场质量作为一个整体系统研究。本书根据市场微观结构理论,以提高市场质量为目标,深入研究了交易制度主要要素对市场质量的效应,并进行了相关的一些实证检验,得出了有说服力的结论。

第三,建立了评价股票市场质量的核心指标体系。在衡量市场质量的众多指标中,挑选了交易成本、流动性、有效性、波动性和透明性建立起评价股票市场质量的核心指标体系,并进行了论证。

第四,提出了一些改革中国股票市场交易制度,以提高我国股票市场质量的可操作性的建议和改革措施,可使交易制度有一个整体的提升,提高市场质量。

从市场质量角度研究中国股票市场交易制度的完善,通过科学、规范的学术研究,为完善中国股票市场交易制度提供相关建

议,将是许多矢志于市场微观结构理论研究与实践的中国学者的努力方向!

徐克元

2009年5月

目 录

序	徐光远 (1)
第一章 导论	(1)
第一节 问题的提出	(1)
第二节 基本概念与理论逻辑	(7)
一、市场质量及其评价指标	(7)
二、中国股票市场质量的国际比较研究	(9)
三、影响股票市场质量的诸因素分析	(16)
四、中国股市制度改革回顾	(19)
五、交易制度与金融市场微观结构	(22)
六、基于中国股票市场质量的交易制度研究	(24)
第三节 国内外研究综述	(25)
一、价格发现及实证研究	(26)
二、交易制度研究	(28)
第四节 研究的主要内容和研究方法	(29)
一、研究思路	(29)
二、研究方法	(30)
三、研究的主要内容	(31)
四、研究的创新之处	(34)

第二章 金融市场微观结构理论与交易制度	(35)
第一节 金融市场微观结构理论的产生与兴起	(35)
一、金融市场微观结构理论的产生	(35)
二、1987 年股灾与金融市场微观结构理论的兴起	(38)
第二节 金融市场微观结构理论简述	(41)
一、市场微观结构理论的研究方法	(42)
二、金融市场微观结构理论的价格形成模型	(43)
第三节 金融市场微观结构理论视野中的交易制度	(49)
一、价格形成机制	(50)
二、订单形式	(55)
三、交易离散构件	(56)
四、价格稳定机制	(56)
五、交易信息披露	(57)
六、交易支付机制	(58)
第四节 交易制度与市场质量	(58)
一、评价股票市场质量的国际核心指标	(58)
二、交易制度对市场质量的效应	(66)
第三章 交易制度对流动性的效应	(82)
第一节 交易制度对流动性效应的理论分析	(82)
一、流动性的含义与属性	(82)
二、交易制度各主要构成要素对流动性的效应	(85)
第二节 交易制度对流动性效应的实证研究	(96)
一、流动性的度量	(96)
二、市价订单推出对流动性效应的实证研究	(99)

三、市场模式对流动性效应的实证研究	(106)
第三节 中国股票市场交易制度对流动性的效应	(107)
一、市场模式	(107)
二、订单形式	(108)
三、交易离散构件	(109)
四、涨跌幅限制措施	(110)
五、交易支付机制	(110)
第四章 交易制度对交易成本的效应	(112)
第一节 交易成本的含义及分类	(112)
第二节 显性成本	(117)
一、显性成本组成及其存在基础	(117)
二、显性成本的国际比较	(119)
第三节 隐性成本	(126)
第四节 交易成本的国际比较	(129)
第五节 交易制度对交易成本的效应	(131)
第五章 交易制度对有效性的效应	(133)
第一节 交易制度对有效性效应的理论分析	(133)
一、有效性的含义	(133)
二、交易制度主要构成要素对市场有效性的 效应	(135)
第二节 交易制度对有效性效应的实证研究	(142)
一、价格形成机制	(142)
二、价格稳定机制	(143)
三、交易信息披露	(144)
四、交易支付机制	(144)

第三节 中国股票市场交易制度对有效性的效应	(145)
第六章 交易制度对波动性的效应	(153)
第一节 交易制度对波动性效应的理论分析	(153)
一、波动性的含义与衡量标准	(153)
二、交易制度主要构成要素对波动性的效应	(154)
第二节 交易制度对波动性效应的实证研究	(161)
一、印花税上调对波动性效应的实证研究	(161)
二、交易制度主要构成要素对波动性效应的 实证研究	(167)
第三节 中国股票市场交易制度对波动性的效应	(171)
一、价格形成机制	(171)
二、价格稳定机制	(173)
三、交易支付机制	(173)
第七章 交易制度对透明性的效应	(175)
第一节 交易制度对透明性效应的理论分析	(175)
一、透明性的含义与衡量标准	(175)
二、交易制度主要构成要素对透明性的效应	(178)
第二节 最佳透明性的选择	(182)
一、关于透明性的争论	(182)
二、透明性与市场质量的其他指标的关系	(186)
三、透明性的福利效应	(190)
四、交易信息披露的国际趋同性	(191)
第三节 中国股票市场交易制度对透明性的效应	(192)
一、价格形成机制	(193)
二、交易信息披露	(195)

第八章 完善交易制度的路径选择	(198)
第一节 完善交易制度的目标	(199)
第二节 价格形成机制的完善	(202)
一、市场模式的完善	(202)
二、开盘、收盘机制的完善	(212)
第三节 交易信息披露机制的完善	(215)
第四节 交易支付机制的完善	(217)
一、信用交易的引入	(217)
二、清算与交收机制的完善	(219)
第五节 价格稳定机制的完善	(221)
一、涨跌幅限制措施的完善	(221)
二、断路器机制的引入	(223)
第六节 交易离散构件的完善	(224)
一、最小报价单位的完善	(224)
二、最小交易单位的完善	(224)
第七节 订单形式的完善	(225)
第九章 主要结论、完善交易制度的建议与研究展望 ..	(228)
第一节 主要结论与完善交易制度的建议	(228)
一、市场质量的核心指标是交易成本、流动性、 波动性、有效性和透明性	(228)
二、提高市场质量是完善中国股票市场交易 制度的路径选择	(229)
三、指令驱动市场模式是适合目前中国股票 主板市场的模式	(229)

四、提高透明性有利于中国股票市场质量的提高	(230)
五、引入信用交易有利于提高中国股票市场质量	(230)
六、价格稳定机制的完善	(231)
七、交易离散构件的完善	(232)
八、订单形式的完善	(232)
第二节 研究的不足之处与展望	(233)
一、研究的不足之处	(233)
二、进一步研究的展望	(234)
附录 1:第三章关于市价订单对流动性效应的实证研究的随机选择个股清单	(237)
附录 2:第三章关于市价订单对流动性效应的实证研究的数据处理的部分程序	(239)
附录 3:波动性实证研究	(248)
参考文献	(260)
后记	(279)

第一章 导 论

金融是现代经济的核心,股票市场是金融市场的重要部分,发达的股票市场是金融深化的催化剂,是经济持续增长的强大推动器。

纵观历史,放眼世界,股票市场与经济发展的关系充满了辩证法。“水能载舟,亦能覆舟”,一国股票市场的健康发展可以推动经济的快速发展,而一国股票市场的亚健康乃至疾病就会导致经济衰退甚至危机。

中国股市经过 18 年的快速发展,规模已扩张成为举世瞩目的股票市场,用短短 18 年走过了西方国家股市数百年的发展历程,为中国经济奇迹的创造作出了巨大的贡献。然而,18 年来中国股市的起起落落给我们留下了太多太多的思考……

第一节 问题的提出

改革开放以来,在中国经济转轨过程中发展最快、影响最大、对社会触动最深的领域莫过于股票市场。中国股票市场是适应改革开放的需要而产生和发展起来的,它的历史不长,但发展速度十分惊人,短短十多年就走过了西方股票市场几百年所走的路程。“截至 2007 年底,沪深股市总市值达到 32.7 万亿人民币,上市公司的数量达到 1550 家,是世界第四大股票市场(前三名分别是美国、日本和英国)。截止到 2007 年 9 月底,总开户数达到了

12604.02 万户,接近 2006 年末人口总数的 10%。”^①

蓬勃发展的股票市场已经成为中国社会主义市场经济中不可缺少的重要组成部分。在发展直接融资成为中国金融体系发展战略的今天,股票市场已成为直接融资的主战场;对推动国有企业改革,转换企业经营机制,改革投融资体制,合理配置资源,提高企业的国际竞争力,促进社会主义市场经济体制的建立等方面,发挥了重要的积极作用。

中国股市 18 年的历史经历了许多大起大落。最具代表性的是两次大牛市与两大股灾。上证指数从 1996 年初的 500 余点,上升至 1997 年初的 1510 点,涨幅达 200%,股市十分火爆,是一次代表性的大牛市。由于国有股减持等利空因素的影响,上证指数从 2001 年中的 2245 点一直下跌到 2005 年 6 月 6 日的 998.23 点,出现第一次大股灾。2005 年下半年,迎来了中国股市的大牛市,万众欢腾,牛气冲天。上证指数从 2005 年 6 月 6 日的 998.23 点上涨至 2007 年 10 月 16 日的 6124.04 点,短短两年多的时间上涨五倍,又在一年的时间下跌达 72.81%(从 2007 年 10 月 16 日的 6124.04 点至 2008 年 10 月 28 日的 1664.93 点)。除了国际的因素,中国股市存在什么问题?应该怎样解决?这些都是我们面临的理论和实践的课题。

表 1-1:1993 年以来股票市场(以上证指数为指标)大幅波动情况表

时期	最高位	最低位	波动幅度	经历时间
1996.12.11~1996.12.25	1258.65	855.85	32%	0.5 个月

① 中国人民大学金融与证券研究所:《资本市场跨越式发展与中国金融的崛起》,http://www.fsi.com.cn/fsidongtai/08062401.htm.

时期	最高位	最低位	波动幅度	经历时间
1997.05.12~1997.09.23	1510.18	1025.13	32.12%	4.5个月
2001.06.14~2002.01.29	2245.43	1339.2	40.36%	7.5个月
2005.06.06~2007.10.16	6124.04	998.23	513.49%	28.4个月
2007.10.16~2008.10.28	6124.04	1664.93	72.81%	12.5个月

资料来源:根据上海股市行情数据整理得出。

从表 1-1 可知,中国股市频繁出现大幅度波动,特别是两次大股灾,影响了公众的信心。从 2007 年 10 月延续至今的股灾更是使得许多投资者信心丧失殆尽,影响了市场质量。股灾使得人们更加重视市场质量。股市的频繁大幅度波动表明中国股市存在一定缺陷,充分显示了中国股市市场质量较低的现状。市场质量不高成为中国股票市场的主要问题之一,急需解决。如图 1-1 所示,股市现状的好坏通过市场质量表现出来。而影响市场质量的因素是多方面的,如经济、政治、社会、文化以及国际环境等其他因素,而经济因素中的制度因素对股票市场质量的影响长远,是根本因素。因此,中国股票市场质量不高的根本原因在于制度性因素。例如:对于大幅度波动的问题,何旭强和娄静(2002)就构筑了一个模型,证明了“缺乏做空机制与市场分割导致市场波动周期性”^①。因此,缺乏信用交易机制成为导致股市暴涨暴跌的制度缺陷之一。制度性缺陷主要存在于股权制度、交易制度、发行制度和监管制度等方面,近年来,中国股市制度性缺陷所带来的问题日益尖锐,某些制度性缺陷,甚至到了不解决就严重阻碍股市发展的地步,如股权制度中的主要制度缺陷——股权分置,2005 年 6 月 27 日下午,

^① 何旭强、娄静:《证券市场脆弱性的内生机制与相机治理》,《海通证券课题报告》2002 年 12 月。

中国证券监督管理委员会主席尚福林在国务院新闻办举办的新闻发布会上表示：“解决股权分置问题不是万能的，但不解决股权分置问题则是万万不能的”^①。

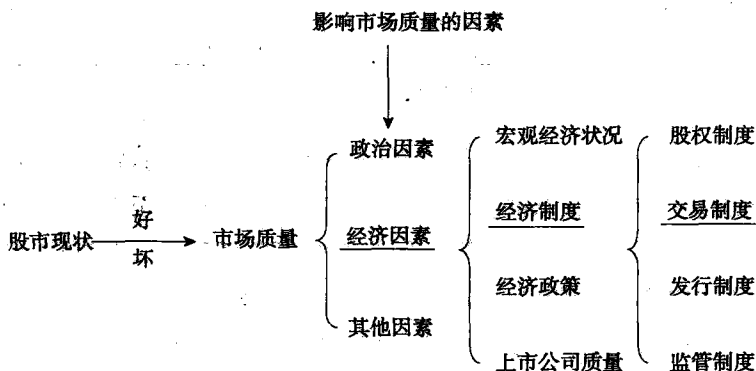


图 1-1 提出问题的逻辑示意图

股权分置问题成为悬在中国股市上的达摩克利斯之剑，严重阻碍了股市的发展。随着 2005 年 4 月 29 日全面解决股权分置问题的启动以及人民币升值等因素的推动，中国股市开启了一波波澜壮阔的大牛市。

对于股市制度因素的研究，一般分为股权制度、交易制度、发行制度和监管制度四个方面。除交易制度外，其他股市制度的改革已经作出了很多努力。在股权制度方面，2005 年 4 月 29 日开始的股权分置改革已经完成，基本上消除了股权制度方面最重大的缺陷。在发行制度方面，2001 年 3 月 17 日，行政色彩浓郁的审

① 董少鹏：《股改为深度改革创造更大空间》，《证券日报》2008 年 4 月 29 日。