

信息管理科学博士文库

XINXI GUANLI KEXUE BOSHI WENKU

证券市场信息机制

ZhengQuan ShiChang XinXi JiZhi

李国秋 著

305
北京图书馆出版社

信息管理科学博士文库

证券市场信息机制

李国秋 著

北京图书馆出版社

图书在版编目(CIP)数据

证券市场信息机制/李国秋著. —北京:北京图书馆出版社,
2003. 6

(信息管理科学博士文库)

ISBN 7-5013-2130-2

I. 证… II. 李… 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 031674 号

书名 证券市场信息机制

著者 李国秋 著

出版 北京图书馆出版社 (100034 北京西城区文津街 7 号)

发行 (010)66126153 传真(010)66174391

E-mail Btsfxb@publicf.nlc.gov.cn

Website www.nlcpress.com

经销 新华书店

印刷 北京华正印刷厂

开本 850×1168 毫米 1/32

印张 6.75

版次 2003 年 6 月第 1 版 2003 年 6 月第 1 次印刷

字数 153(千字)

印数 1—3000

书号 ISBN 7-5013-2130-2/F·88

定价 13.00 元

《信息管理科学博士文库》编委会

主编 (以姓氏笔画为序)

马费成 沈固朝 吴慰慈 郭又陵
徐引篪

策划 郭又陵 宋安莉

编委 (以姓氏笔画为序)

马费成 王余光 孙建军 沈固朝
吴慰慈 宋安莉 陈传夫 孟广均
郭又陵 徐引篪

总 序

博士,是我国学位结构中的最高层次,博士水平是一个国家高等教育水平的重要标志。

20世纪90年代以来,我国信息管理科学领域(图书馆学专业、情报学专业)的博士研究生教育取得了令人瞩目的成绩。目前我国已有图书馆学博士学位授权点3个,情报学博士学位授权点4个,培养的博士研究生人数逐年增多,为教学、科研部门和信息机构输送了一批高层次人才。

博士研究生的培养主要是在导师指导下,进行科学研究,撰写博士学位论文。对于博士研究生来讲,完成博士学位论文是获得博士学位所必不可少的环节。一个学科领域的博士论文可以在相当程度上反映该领域的新思想、新方法、新技术及其未来趋势。博士论文的选题与本领域当前的理论和实际问题密切相关,有的还是某一科研项目的重要组成部分,反映了学科领域的发展现状与水平,对整个学科学术水平的提高有着不可忽视的作用。

近年来毕业的图书馆学情报学博士研究生在众多的研究专题上取得了不少重要的研究成果,其中有些还改编为专著由不同的出版社出版。但由于较为分散,未能引起人们的充分注意,这些成果的社会作用也就难以得到最大程度的发挥。为了集中反映我国图书馆学情报学博士学位获得者取得的科研成果,北京图书馆出版社策划出版了《信息管理科学博士文库》,这是一件令人十分高兴的好事情。

收入“文库”的博士学位论文,是经文库编辑委员会推荐并严格审查,从已通过学位论文答辩并获得博士学位者的论文中推选出来的,在论文出版时作者作了修订增补工作,使之更臻完善。收

入“文库”的博士学位论文的推选标准是:论文选题为图书馆情报学学科前沿,具有开创性和重大的理论价值或现实意义;论文理论方向正确,有独到见解或方法上的创新;论文体现了博士研究生良好的学风、文风,材料数据翔实,结构合理,逻辑严密,写作规范。每篇博士论文都是博士生们多年学习与研究的成果,反映了他们对图书馆情报学研究的科学贡献,从中我们也可以看到博士生导师学术思想的影子,因此,我们可以说,它们是图书馆情报学研究领域非常有价值的财富。

“文库”的出版,可以使图书馆情报学博士生的科研成果在社会上得到较为广泛的传播,从而扩大图书馆情报学的影响;同时,可以对导师如何指导论文起到借鉴作用,也可以成为在读博士生撰写论文的范本。因而,出版《信息管理科学博士文库》这一卓有远见的举措,必将有力地推动我国图书馆情报学学术研究的的发展与创新。

借此机会,作为博士生指导教师,我还想谈一谈图书馆情报学博士生培养工作及论文写作方面的一些问题,与各位导师同仁及博士生同学们共同探讨。

21世纪是全球信息化的时代,是知识经济占主导地位的时代,它将对图书馆情报学博士研究生教育提出新的更高的要求。如何在培养优秀博士人才的同时涌现出更多的创新型科研成果,我认为应当解决好以下几个方面问题。

首先,在博士生培养中,首要问题是把好质量关,确保博士学位授予质量,要严格管理。既要重视目标管理,又要重视过程管理。严格目标管理就是要严格坚持学位授予标准,对不合格者绝对不能迁就。严格过程管理就是要严格培养过程和学位授予过程各个环节的管理,在博士生招生、博士生课程学习、博士生中期筛选、博士学位论文开题报告、博士生科研工作、博士生在校期间发表学术论文、博士学位论文写作等方面都做出明确的、严格的和规

范化的规定和要求,并且严格贯彻执行。如果每个环节都能做到严格管理,那么最后的学位授予质量就有了保证。

其次,在加强严格管理的同时,我们应创造更加宽松的环境、更加活跃的学术氛围和更加现代化的研究条件,提高博士生培养质量。特别应鼓励博士生在未知的科学研究领域进行选题,只有大的风险选题,才可能有大的创造性。在博士生培养过程中,必须强调学科前沿和学科间的交叉渗透。学科前沿反映了当前学科发展的水平和发展方向,学科间的交叉渗透是科学发展的必然趋势。在博士生培养中,必须突出学科前沿和学科间的交叉渗透,拓宽基础,拓宽知识面,改善知识结构,增强适应性,改变“博士不博”的状况。

第三,博士学位论文质量是衡量研究生教育质量和学术水准的一个重要方面。博士论文是在导师指导下完成的,因此,论文质量是衡量导师的指导水平,甚至学术水平的重要指标之一;对学生来说,博士论文是他们本阶段学业和科研的主要成果;博士论文同时也反映了博士培养单位的培养水平。博士学位论文要有创新性,应当表明作者具有独立从事科学研究工作的能力,并能在科学或专门技术上做出创造性的成果。博士学位论文应具有严谨的学风,资料的搜集和运用,观点的取得和论证,都应当十分注重科学性。为保证博士论文高质量完成,在博士研究生入学以后,应有一个继续夯实基础、拓宽知识面的过程,以便为写作博士论文建立更好的知识背景。拓宽知识面有几个途径:一是要重视博士课程的学习;二是系统地读书;三是加强和导师之间的交流、切磋,形成教学相长的局面,通过交流,导师的学术思想、风格、方法、治学态度,可以潜移默化地传导给学生;四是加强博士生之间的相互讨论、切磋,相互启发,共同提高;五是处理好学习与研究的关系,要通过参与指导教师的科研项目及独立研究等科研活动提高科研能力及科研水平。

第四,必须十分注意论文的选题和撰写工作。博士论文要选择

高价值的研究课题,要从创新性、前沿性、学术含量等方面衡量选题的价值,论文的选题应为本学科前沿,具有较大的理论意义和现实意义,涉及本学科研究热点和难点问题。同时要考虑论文的难易程度和完成的可能性,选题既不能太大,以免造成无法完成的后果,也不能太小,否则就会使论文不具有研究价值。为此,必须抓住开题报告这个环节,要请同行专家评议论文选题的价值和研究前景,为博士生论文选题把关,避免选题失误。在论文撰写工作阶段,研究生必须投入足够的精力,以保证论文的写作质量;必须遵守科学的原创性原则,遵守学术研究规范,不允许投机取巧、伪造数据、剽窃他人、侵犯知识产权等行为的发生,要倡导扎扎实实地进行学术研究的优良学风,不能华而不实、哗众取宠。论文要反映出作者具有本学科领域坚实宽厚的基础理论和系统深入的专门知识,反映出论文作者具有独立从事科学研究的能力;论文应能反映论文作者对本学科领域的全面了解,要占有大量的文献资料,包括最新的研究资料;论文应能反映学科领域的最新进展;论文应在理论上或方法上有创新,具有开拓性,要对本学科发展做出自己的贡献。

第五,要特别注意发挥博士研究生导师组的作用。博士研究生导师组制度不仅能在博士研究生培养过程中发挥集体的力量,相互弥补增益,而且还能够在指导过程中使导师组的成员得到工作方法和学术规范的训练,为博士生导师队伍培养梯队力量。

《信息管理科学博士文库》在组织编辑出版过程中,得到了各博士生培养单位及有关专家的热情支持,也得到了博士生导师和博士研究生们的热情支持,谨此表示感谢,并希望今后继续得到各方面的支持和帮助,使更多的优秀博士论文入编“文库”,让我们共同为繁荣我国的图书馆学情报学研究做出贡献。

吴慰慈

2002年12月

序 言

经过多年的潜心研究,李国秋同志的专著《证券市场信息机制》出版了。

信息的流动和利用是市场经济的重要课题,对于证券市场而言,信息的价值和意义较之一般商品市场更为重要。长期以来,虽然有许多关于证券市场的理论与实证研究均不同程度地涉及到了证券市场中的信息问题(如效率市场理论或称市场有效性假设,认为证券价格已经反映了所有可以得到的信息,其实质就是对信息在证券市场上被高度开发和利用这一现象的理论研究;证券市场微观结构理论研究的是交易者对于信息的获得与理解对交易过程的影响;基本分析、技术分析及行为金融学等则实际上分别讨论了在证券市场信息不完备及信息不对称的情形下,投资者如何从市场中获得有用的信息,对市场作出判断以及作出投资决策),但到目前为止尚缺乏从信息学角度进行的系统研究。李国秋同志试图综合已有的研究成果,将有关证券市场种种信息现象的研究联系和贯穿起来,以信息理论作为统一的线索来分析和探讨,以期比较全面地分析和认识证券市场信息结构、信息分析、信息流动、信息利用及信息作用的机制。这一研究可以说既有重要的理论意义,也有很强的现实意义。

应该看到,该课题涉及信息学、经济学、金融学等诸多相关学科,无论是资料收集或理论阐述都有相当的难度,对研究者的学科背景提出了一定的要求。李国秋同志从本科到博士阶段,接受了情报学的系统教育,并在此领域发表过一系列论文。1998年以后进入证券研究机构担任高级研究员,对证券市场的许多问题进行

了研究,发表了大量的研究成果,既熟悉证券市场的实际运行,又从中提炼出一些问题进行理论与概括。此后,李国秋同志在武汉理工大学经济学院金融系专门从事金融证券的教学与研究工作,对金融证券领域的前沿与动态有了更好的把握。由于具有这样的经历和学科背景,使得李国秋同志对该课题的研究显得较为得心应手。

本书研究了证券价格与信息的关系、证券市场的信息结构和信息流动、信息不完备性与股价不确定性、股价形成与变化过程中的信息问题、信息不对称和信息披露、信息流动与监管等问题。作者的论述在诸多方面有创新之处,比较突出的表现在:第一,从信息不完备性的角度对证券价格运行提出了新观点,认为由于存在内在和外在的不确定性,特别是由于和信息不完备相关的三个方面的内在不确定性,因而证券价格是不可能准确预测的;第二,在信息理论的基础上,对目前金融学的几种重要理论进行了分析,认为效率市场理论是分析信息内容对市场影响的理论,市场微观结构理论是分析信息形式对市场影响的理论,从而为金融学、信息经济学、信息理论的融合和进一步深入研究提供了一个新的视角;第三,对目前证券市场的一系列证券分析工具从信息理论的角度进行了分析,认为各种分析方法实际上讨论的都是投资者在不能获得完全信息及在信息不对称条件下,如何获取有用的信息并据此作出投资判断和决策的方法,因而注定了其效用是有限度的,不存在能持久战胜市场的工具;第四,丰富并深化了情报学理论和研究。经过数十年的发展,我国情报学的研究领域不断拓展,深入融合到了许多学科领域,其中利用情报学对证券市场进行研究的也不少。不过总的来说,这些研究仍主要沿袭传统的情报学研究模式,更多地注重信息的特征、分析、整理与利用层面,是对已产生的信息如何进行管理与利用的研究。本书则更多地考虑在证券领域里应该产生什么信息、这些信息应该由谁来提供或生产、证券信息

应该如何进行传播、以及这些信息应如何理解等等问题。在这个意义上,本书可以说是将情报学向外拓展到其他学科的一个尝试,从而丰富并深化了情报学理论和研究。

本书是在李国秋同志的博士论文的框架基础上深化而成的。作为李国秋同志的博士指导老师,我在为本书的正式出版感到由衷高兴的同时,也希望作者对该课题进行更深入细致的研究,在学术上有新的进步。

马费成

2003 年 2 月 10 日

目 录

绪 论	(1)
第一章 证券价格与信息的关系	(7)
第一节 股票价格比一般商品价格包含更丰富的信息	(7)
第二节 证券市场的信息特征	(12)
第三节 证券价格与信息的互动关系	(20)
第四节 在信息理论中寻求研究的统一	(25)
第二章 证券市场的信息结构和信息流动	(28)
第一节 参与者的信息需求	(28)
第二节 证券信息的生产和信息源	(37)
第三节 证券市场的信息体系和信息流动	(40)
第四节 证券信息体系中的分工、成本和驱动	(46)
第三章 信息不完备性与股价不确定性	(55)
第一节 股市运行的不确定性	(55)
第二节 股市的内在不确定性	(64)
第三节 信息不完备和股票价格的确定	(76)
第四节 证券研究的意义	(81)
第四章 股价形成与变化过程中的信息问题	(91)
第一节 有效市场的理论与争论	(91)
第二节 交易信息和交易机制对价格的影响	(109)
第五章 信息不对称和信息披露	(120)
第一节 证券市场的信息不对称	(121)

第二节	信息披露的必要性与架构	(134)
第三节	各国的信息披露制度及演变	(141)
第四节	信息披露中的若干问题	(154)
第六章	信息流动与监管	(161)
第一节	信息流动的制度建设	(161)
第二节	上市公司信息披露的监管	(167)
第三节	对中介机构的信息监管	(172)
第四节	投资者教育问题	(176)
第五节	我国上市公司信息披露亟待解决的问题 ...	(177)
参考文献		(188)
后记		(195)

绪 论

信息的流动和利用是证券市场的一个重要问题。从证券市场的筹资功能能否实现,可以看出融资效率的核心问题是股票价格能否及时准确反映公司经营的基本面信息。二级市场股票价格的核心问题仍然是如何提高信息的全面性、充分性、准确性、及时性,以及如何建立保证信息全面、充分、准确、及时的市场机制。股票价格作为一种重要信息,对证券市场的筹资、资源配置及正确估价等功能的正常发挥有着不可替代的作用;另一方面,各类信息及信息的交汇在股价形成过程中的作用也比一般所认识到的要大得多。

由于信息对证券市场运行的重要意义,从某种意义上甚至可以说,证券市场就其性质来看是一个信息市场。所以,虽然对证券市场的信息问题尚缺乏从信息学角度进行的系统研究,但是有许多关于证券市场的理论与实证研究均不同程度地涉及到了证券市场中的信息问题。

影响最大的、作为现代金融学理论基石之一的效率市场理论,或称市场有效性假设(Efficient Market Hypothesis,简称 EMH),实质上是对信息在证券市场上被高度开发和利用这一现象的理论研究。自从 1953 年英国统计学家莫里斯·肯德尔发表了《经济时间序列分析》一文,得出股票的价格取决于信息的观点后,有关市场效率的研究、分析和实证受到众多学者的关注。就市场有效类型的划分看,美国学者罗伯茨(Harry Roberts)的弱式有效、半强式有效以及强式有效的三种类型划分方法得到了广泛的认同。各国学者在此基础上进行了大量的实证研究,检验证券市场是否有效以及在何种程度上有效。其中 Fama 的研究是比较有代表性的。

在市场效率理论于 20 世纪 90 年代后期被介绍到中国以后,国内也出现了一批相关研究,主要集中在对该理论的介绍以及对深圳股市和上海股市的检验,其中比较有代表性的是杨朝军等人于 1997 年作的对中国股市有效性的检验。该项研究选择了 1990 年 12 月 19 日至 1995 年 12 月 19 日共计 5 年的数据进行分析,得出的结论是上海股市已呈现出弱式有效市场的特征,但尚不能认为已经达到半强式有效市场的程度。

也有一些文献着重于对各种反例的研究,特别是着重研究一系列的所谓效应。但无论是正面的或者反面的研究,对于市场效率更多是从现象及表象方面来进行研究,对于该现象的理论基础、信息机制、其假设的合理性等等均阐述的并不充分。从信息理论的角度来分析,该理论所面对的是一个信息分布均衡、无磨擦以及信息接受者对传递的信息理解一致的理想环境,但是这样的理想环境在现实的证券市场中是不存在的。如果说市场在常态运行的情况下该理论尚能适用,那么当市场处在运行的极端状态时,该理论就丧失了对现实的解释能力了。

市场效率理论更多地是关注信息的内容方面(包括过去的信息、全部公开的信息以及内幕信息)对股票价格和市场的影响,而市场微观理论虽然研究的主题同样是证券市场中的信息问题,但依笔者的理解,其研究的内容和对象更多地是与信息的形式方面有关。就信息研究的深入程度而言,市场微观结构理论无疑进入到了一个更深入的层面。事实上市场微观结构理论关注的是市场的交易制度、交易规则的设计以及由此产生的信息分布与传递、反馈的问题对价格的影响,认为交易信息本身的透明程度对于交易以及后续的交易行为同样也产生影响。

一般认为德姆塞茨 1958 年的《交易成本》一文奠定了金融市场微观结构理论的基础。市场微观结构理论以模型的方式对交易过程进行了定量研究。Garmam、Stoll 等人为代表的存货模型则认

为存货等交易成本是影响价差的主要因素;其后出现了数个基于信息的模型:Glesten - Milgrom, Easley - O' Hara 的信息模型研究做市商的定价策略,知情交易商根据私有信息进行交易,不知情交易商出于流动性需要进行交易;Kyle 的信息模型主要研究知情交易商的交易策略,该模型中,知情交易商通过伪装成不知情交易商以最大限度地获取期望利润,不知情交易商则出于流动性需要而进行交易;Admati-Ifleiderer 的信息模型则主要研究不知情交易商的交易策略,不知情交易商分为聪明的流动性交易商及杂音交易商,前者的交易目的是使期望损失最小化,后者出于流动性需要被动进行交易。除了上述关于信息对交易商策略行为的分析研究外,微观结构理论还研究信息逐渐融入到价格之中的过程,如价格随时间变化,交易者从市场数据中学习和获得信息。在既定的市场结构之下,价格序列、交易量、交易时间对价格调整关系密切。因为价格序列能够提供比单个价格更多的信息。而交易量和交易时间同样也能够影响价格的调整过程,因为总的交易需求、交易之间的时间间隔也会传递同资产价值相关的信息,从而影响价格调整过程。

因此微观结构理论主要关注的是市场微观结构本身对于信息的获得与理解会产生影响,即交易机制对交易过程的影响。在中国,这方面的研究可以说是刚刚起步,其中比较系统地介绍这方面研究的有深圳证券交易所何杰的系列论文。

从结构理论研究所涉及的几方面问题来看,对交易者行为的研究利用了信息经济学中不对称信息的分析框架,并且对投资者利用信息的行为策略的研究,事实上不仅仅涉及到信息的形式方面,也已经涉及到了信息内容这一层面。市场结构理论不满足于证券价格的均衡理论,而重在分析证券价格的形成过程。

至于利用信息经济学的理论和方法对证券市场进行分析的最主要方面则在于对证券市场信息不对称现象的描述,以及由此而

对信息披露和信息公平的研究。信息不对称是信息经济学研究最早开始关注的课题,由此在信息经济学中提出了所谓道德风险和逆向选择的概念。在证券市场上存在着多重意义上的信息不对称,包括:筹资者与投资者的信息不对称、大股东和小股东的信息不对称、机构投资者与中小投资者的信息不对称等等。在这种种信息不对称关系之中,最重要的是筹资者和投资者的信息不对称,由于证券市场究其本质是筹资者从投资者处筹集资金来进行经营,因此投资人理应对这些资金将如何使用以及将会有何种风险和收益得到充分的信息和了解。这就是作为公众公司的上市公司和一般公司的差异所在,对于一般公司并没有强制其披露财务及经营信息的要求,但是对于上市公司则要保证其对于投资者的透明度,这就有了对其强制性信息披露的要求。事实上从强制性信息披露制度的发展来看,它也是有一个发展和完善的过程,并且是在市场出现了严重的欺诈和操纵行为之后,作为监管的措施而提出来的。从世界各国证券市场的立法与监管体系来看,信息披露制度都是其证券法律和监管体系中的一项重要制度,是证券市场公开原则的具体体现。对信息披露问题的研究包括披露的主体、披露的内容、披露的形式、程序和渠道等的研究。虽然这方面的文献较多,但是多是立足于实际操作的层面,而真正进行理论和实证分析的内容并不太多。

我们可以提出一系列与信息披露相关的尚待研究和解决的问题。例如:如何评价信息披露的质量,分别以什么标准来对其进行评价?信息披露的渠道有哪些,各种渠道的比较效果如何?在信息披露的内容方面,从监管和保护投资者利益的角度看,是否需要披露预测性的信息,或者仅仅需要披露已经发生的历史性信息?而在预测性信息的披露中又如何防止公司内部人员利用信息不对称进行误导和操纵?事实上,有关信息披露的研究课题确实还有很多。