

ZHIDU BIANQIAN YU ZHENGQUAN SHICHANG  
CHUANGXIN YANJIU

# 制度变迁与证券市场 创新研究

郭来生 张宗新 赵旭 / 著



经济科学出版社  
Economic Science Press

# 制度变迁与证券市场 创新研究

郭来生、张宗新、赵旭/著

经济科学出版社

责任编辑：解 丹  
责任校对：杨晓莹  
版式设计：代小卫  
技术编辑：王世伟

### 制度变迁与证券市场创新研究

郭来生、张宗新、赵旭/著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

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

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

北京欣舒印务有限公司印刷

永明装订厂装订

787 × 1092 16 开 25 印张 400000 字

2006 年 4 月第一版 2006 年 4 月第一次印刷

印数：0001—3000 册

ISBN 7 - 5058 - 5384 - 8/F · 4644 定价：38.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

# 前 言

在推动社会发展的诸多要素中，制度变革是最重要的因素之一。社会发展的重要特征就是制度变迁和由制度变迁所引起的生产力的巨大释放。在制度变迁中，对制度的研究和实践促进了制度本身的进步，并由此促进了社会的进步。

亚当·斯密的《国富论》、马克思的《资本论》都是我们曾经仔细阅读和研究的有关社会制度变迁与社会发展的著作，德鲁克的《公司的概念》、《管理实践》以及《卓有成效的管理者》等著作使我们看到了管理制度的创新与变迁对企业 and 公司效率的提高所产生的巨大作用。熊彼特的《经济发展理论》这部宏篇巨著和《资本主义、社会主义与民主主义》向人们展示了经济和社会发展过程中的制度变革和创新的作用以及企业家——也就是创新的执行者在经济发展中的核心角色。正是通过创新这一创造性的毁灭过程，制度创新与变革成为经济和社会进步的发动机。

从1792年5月17日24个经纪人在华尔街68号院一棵梧桐树下达成《梧桐树协议》开始，我们看到美国证券市场的发展是在一系列的制度变革中不断发展、不断壮大的，并最终成为促进美国经济发展的资本制度基石。在这个过程中，也就是说，在这200多年的时间里，我们既看到市场这只“无形的手”的贪婪和颤抖，也看到过政府这只“有形的手”的挥舞。在约束与反约束、操纵与反操纵、投机与反投机、欺诈与反欺诈、危机与反危机、内幕交易与公平买卖等较量中，大量的制度得以建立和完善，并不断促进着经济和社会的发展。

和华尔街相比，中国的证券市场是年轻的，但从证券市场的功能来看，中国的证券市场在本质上和华尔街又是相似的。在民智未开（资本市场知识还未普及）、规制未备（各种规章制度还未建立）的情况下，中国的证券市场也只能是摸着石头过河，在上下求索中发展，也会经历华尔街发展中所经历的，也必将收获华尔街发展中所曾收获的。从20世纪80年代中期发行第一只股票开始，中国证券市场上的操纵与反操纵、投机与反投机、欺诈与反欺诈、危机与反危机、内幕交易与公平买卖等力量的较

量也在一幕一幕上演。我们经历了股票摊派，也看到了万人彻夜排队购买；我们看到了银广夏的轰然倒塌，也目睹了蓝田养鸭子的笑话；我们看到了南证大厦的矗立，也看到了南方证券的倒下；我们看到了大鹏的翱翔，也目睹了大鹏的折翅；我们看了到中小投资者期待的目光，也看到了他们的黯然神伤。每次事件的发生都会引起一些觉醒，在这林林总总的事件发生的同时，中国证券市场也在进行默默的制度变迁。经过十五年证券市场的发展，今天我们终于迎来了中国证券史上最大的制度变革：股权分置改革，和由此产生的一系列制度和产品创新。

在证券市场发展与制度变迁中，证券市场研究发挥了巨大的作用，并且正在发挥越来越重要的作用。无论是发行承销制度、交易监管制度、产品创新、上市公司信息披露，还是投资者保护等，各个领域的学者和分析师对这些制度的建立和完善发挥了巨大的作用。他们通过长期艰辛的努力和不断的思考追求，在证券市场制度建设的各个方面奉献了自己的智慧。

本书是近几年我们对中国证券市场前沿理论研究的一个阶段性总结。在市场运行篇里，我们就中国证券市场制度缺陷与风险防范、证券市场上内幕信息操纵行为、证券市场信息披露质量与投资者保护、基于声誉投资的信息披露与公司价值研究进行了深入研究；在市场主体篇，我们对证券公司效率、经营模式的实证分析、上市公司流动性管理、绩效与企业价值的实证研究、上市公司购并、上市公司自愿性信息披露的有效性研究进行了探讨；在投资基金篇，我们对开放式基金流动性风险评估及管理、投资基金业绩持续性及可预测性、基于行为金融理论的基金经理投资行为进行剖析；最后，在金融创新篇，我们对当前新兴市场引进利率期货合约的市场效应、新兴市场引进卖空机制的市场效应分析以及资产证券化风险测度与控制等问题进行了分析探讨。

现象的后面有本质，现实的背后有现实！在现实的世界里，证券市场永远是一个变量，证券市场惟一不变的就是变化。每一个瞬间都将是一个新的时刻！我们将永远怀着一颗探索的心，一份期待的心情去迎接证券市场的每一个瞬间！

郭来生

2006年4月18日

# 目 录

前 言	1
-----	---

## 第一篇 市场运行篇

<b>第一章 中国证券市场的制度缺陷与风险防范</b>	<b>3</b>
一、问题提出	3
二、证券市场制度变迁中的制度缺陷	5
三、中国证券市场制度缺陷的实证分析	12
四、证券市场制度风险的生成机理	26
五、制度创新：化解制度风险的路径选择	37
主要参考文献	39
<b>第二章 证券市场内幕信息操纵行为研究</b>	<b>41</b>
一、证券市场操纵类型与特征	41
二、内幕信息操纵对股价波动的冲击效应	45
三、对中国证券市场内幕信息操纵的实证检验	51
四、证券监管对内幕信息操纵的有效控制	59
五、需要进一步开展的研究工作	65
主要参考文献	67
<b>第三章 证券市场信息披露质量与投资者保护研究</b>	<b>69</b>
一、问题提出	69
二、信息披露质量衡量指标及其检验方法	70
三、中国上市公司信息披露质量实证分析	

——基于 2001 ~ 2003 年股市横截面数据的经验证据 .....	74
四、信息披露质量分析：基于事件研究的经验证据与实证 检验 .....	85
五、研究结论与政策建议 .....	100
主要参考文献 .....	101
<b>第四章 基于声誉投资的信息披露与公司价值研究 .....</b>	<b>104</b>
一、引言 .....	104
二、信息披露与声誉投资的模型解释 .....	106
三、信息披露与公司价值：中国证券市场的经验证据 .....	116
四、研究结论与政策建议 .....	129
主要参考文献 .....	131

## 第二篇 市场主体篇

<b>第五章 证券公司效率、经营模式的实证分析 .....</b>	<b>139</b>
一、引言 .....	139
二、证券公司效率实证分析 .....	140
三、中国证券业市场结构、效率和绩效关系分析 .....	146
四、基于效率行为因素的判断 ——四种典型的证券公司经营模式考察 .....	148
五、研究结论与政策建议 .....	150
主要参考文献 .....	151
<b>第六章 上市公司流动性管理、绩效与企业价值的实证 .....</b>	<b>153</b>
一、引言 .....	153
二、流动性管理、经营绩效与 Tobin's q 值比率 .....	155
三、数据来源和研究方法 .....	156
四、实证结果分析 .....	158
五、研究结论 .....	163
主要参考文献 .....	164

<b>第七章 上市公司购并动因研究</b> .....	<b>165</b>
一、公司购并动力的理论综述 .....	165
二、购并动力：利益相关者利益均衡的动态模型解析 .....	167
三、公司购并行为利益分配：中国证券市场的实证分析 .....	176
四、研究结论 .....	183
主要参考文献 .....	184
<b>第八章 上市公司自愿性信息披露有效性研究</b> .....	<b>187</b>
一、引言 .....	187
二、中国上市公司自愿性信息披露行为的动因分析 .....	188
三、上市公司自愿性信息披露机制的信息经济学解析 .....	192
四、对中国上市公司自愿性信息披露行为的实证检验 .....	195
五、研究结论与政策建议 .....	200
主要参考文献 .....	203

### 第三篇 投资基金篇

~~~~~

|                                                                 |            |
|-----------------------------------------------------------------|------------|
| <b>第九章 开放式基金流动性风险评估及管理研究</b> .....                              | <b>207</b> |
| 一、引言 .....                                                      | 207        |
| 二、开放式基金流动性风险内涵、形成机制及评价指标<br>体系 .....                            | 210        |
| 三、资产流动性风险管理 .....                                               | 213        |
| 四、开放式基金流动性赎回风险理论模型与赎回行为评价 .....                                 | 224        |
| 五、留存现金和赎回现金动态调整模型的构建<br>——基于基金收益最大化和资产流动性风险最小化的均衡目标<br>函数 ..... | 228        |
| 六、研究结论与政策建议 .....                                               | 231        |
| 主要参考文献 .....                                                    | 233        |
| <b>第十章 投资基金业绩持续性及可预测性实证研究</b> .....                             | <b>235</b> |
| 一、引言 .....                                                      | 235        |

|                                            |     |
|--------------------------------------------|-----|
| 二、证券投资基金业绩持续性的研究现状 .....                   | 238 |
| 三、基于管理者激励的投资基金业绩持续性理论模型 .....              | 241 |
| 四、投资基金业绩持续性的参数检验实证<br>——横截面回归法和业绩排名法 ..... | 245 |
| 五、投资基金业绩持续性的非参数检验实证<br>——双向表法和 R/S 法 ..... | 254 |
| 六、基于 BP 神经网络的业绩排名法 .....                   | 263 |
| 七、研究结论与政策建议 .....                          | 267 |
| 主要参考文献 .....                               | 271 |

## 第十一章 基于行为金融理论的基金经理投资行为研究 .....

275

|                                                             |     |
|-------------------------------------------------------------|-----|
| 一、引言 .....                                                  | 275 |
| 二、文献综述 .....                                                | 277 |
| 三、基金经理投资行为特征即投资策略表现的实证检验<br>——基于“羊群行为”、投资风格及波段操作策略的透视 ..... | 282 |
| 四、基金经理个人特征对投资行为影响的实证检验 .....                                | 292 |
| 五、研究结论与政策建议 .....                                           | 306 |
| 主要参考文献 .....                                                | 312 |

## 第四篇 金融创新篇

## 第十二章 新兴市场引进利率期货合约的市场效应研究 .....

319

|                              |     |
|------------------------------|-----|
| 一、引言 .....                   | 319 |
| 二、利率期货对现货市场的价格冲击效应分析 .....   | 327 |
| 三、利率期货对现货市场价格引导关系的实证检验 ..... | 338 |
| 四、研究结论与政策建议 .....            | 343 |
| 主要参考文献 .....                 | 346 |

## 第十三章 新兴市场引进卖空机制的市场效应分析

——来自中国香港地区证券市场的经验证据 .....

348

|                      |     |
|----------------------|-----|
| 一、引言 .....           | 348 |
| 二、卖空交易机制对股票市场影响的理论分析 |     |

|                                  |            |
|----------------------------------|------------|
| ——文献回顾与综述 .....                  | 349        |
| 三、卖空交易机制对证券市场影响的实证研究             |            |
| ——来自中国香港地区市场的经验证据 .....          | 352        |
| 四、研究结论与政策建议 .....                | 363        |
| 主要参考文献 .....                     | 364        |
| <b>第十四章 资产证券化风险测度与控制研究 .....</b> | <b>366</b> |
| 一、引言 .....                       | 366        |
| 二、资产证券化风险及其理论基础 .....            | 367        |
| 三、信贷资产支持证券（ABS）的违约风险分析 .....     | 372        |
| 四、住房抵押贷款（MBS）的提前偿付风险剖析 .....     | 376        |
| 主要参考文献 .....                     | 385        |

# 第一篇

## 市场运行篇

---



# 第一章

## 中国证券市场的制度缺陷与风险防范

### 一、问题提出

证券市场效率一直是证券市场发展中的核心问题，也是金融研究的重要课题。在金融经济理论中，关于证券市场效率问题最有影响力的理论应首推 E. F. Fama 在 1970 年提出的“有效率市场假说”（Efficient Market Hypothesis）。该假说认为，若证券市场在价格形成中充分而准确地反映全部相关信息，则称该市场为有效率的。若证券价格并不由于向所有证券交易参与者公布了信息集  $\Phi$  而受到影响，那么就称该市场对信息集  $\Phi$  是有效率的。<sup>①</sup> 换言之，能够有效地利用经济、金融等各方面信息的证券市场，就是“有效率市场”。规范而言，假定不同的相关信息被渗透到证券价格中，按照证券市场上信息集  $\Phi$  的三种不同类型将市场效率划分为三种：即弱态有效市场（Weak form EMH）、半强态有效市场（Semi-strong form EMH）和强态有效市场（Strong form EMH）。

有效率资本市场理论提出后引发了大量关于反映在证券价格中信息的质量和数量的实证研究。经过大量实证分析，大多数检验结果表明，发达国家的证券市场符合弱态有效和半强态有效的资本市场有效理论。但是，强态有效市场理论并不成立。随着中国证券市场的建立与发展，国内学者对我国证券市场的效率问题给予了积极性关注。从中国的现实情况看，股市有效性的检验主要集中于是否弱式有效，从实证支持分析，1993 年以前的研究数据得出的结论是非市场有效，此后的研究大多支持弱式有效，这反映了中国股市存在明显阶段性变化。

在此有必要指出的是，证券市场的效率是否通过市场有效性来反映，市场有效性是否是检验证券市场效率的惟一指标，这一指标能否对中国证券市场的效率具有完全的解释能力？我们认为，理解这一问题的关键，在

<sup>①</sup> 《新帕尔格雷夫经济学大辞典》，第 2 卷，经济科学出版社 1993 年版，第 128 ~ 132 页。

于如何界定证券市场效率的内涵。从金融研究领域中,金融效率是一个非常关键性的范畴,但目前学术界没有对此给出一个权威性、一致性、明确性的内涵。有的学者认为,金融效率是“金融运作能力的大小”<sup>①</sup>,也有学者认为,金融效率是指“金融资源的配置达到帕累托最优的状态”<sup>②</sup>。尽管金融效率还没有统一性含义,但有一点是肯定的,经济学中效率的基本含义是资源配置效率。相应地,证券市场效率应为金融资源的配置效率,即资金的有效动员与金融资源的高效利用。前者是指该种融资以最低的成本为资金需求者提供金融资源的能力;后者是指其能将稀缺的资本分配给进行最优化“生产性”使用的投资者,相当于托宾提出的功能效率。

针对证券市场效率问题,学术界从资本市场有效运行效率角度进行分析。在有效资本市场理论中,“有效”在多种场合中用于描述资本市场的运行特征。“一个资本市场如果在确定资产价格中能够使用所获得的全部信息,它(从信息上说)就是有效率的。”<sup>③</sup>然而在具体分析中,该理论将证券市场区分为有效运行(内部有效)和有效定价(外部有效)两种类型。<sup>④</sup>

资本市场的运行效率是指证券市场价格是否有效、完全、准确地反映市场信息,并以此通过价格机制将金融资源从储蓄者手中向生产者手中转移。没有有效运行效率,定价效率也就难以达到。如果存在政府对市场的过度干预、股票价格的人为操纵、市场信息的不完全、对潜在投资者市场的准入限制等因素,那么,这样的市场运行肯定是低效率甚至无效率的。与此相对应,这样的市场必然导致证券市场错误的定价和稀缺资金的逆配置。而错误的标价必然导致资本错误地分配到生产效率相对较差的企业或行业,并最终提高效率较高企业的资金成本。资本的定价效率实质就是金融资源的配置效率,是指资本市场通过对证券价格的定价,使证券市场的收益率等于厂商和储蓄者的边际收益率,从而使稀缺的储蓄(金融资源)被配置到有效率的生产性投资上。市场价格在任何时候都充分反映了与证券定价相关的所有可获得信息,这就是说,证券的有关信息会很快地在证券价格中得到反映。在有效率的资本市场,价格充分和瞬时地反映着所有可以获得的相关信息,金融资产价格是资本配置的准确信号,不存在使投

① 王广谦:《经济发展中金融的贡献与效率》,中国人民大学出版社1997年版,第139页。

② 王振山:《金融效率论》,经济管理出版社2000年版,第28页。

③ 《新帕尔格雷夫经济学大辞典》(第2卷),经济科学出版社1993年版,第346页。

④ 李查德·R·韦斯特:《两类市场效率》,载《金融分析家杂志》1975年第11~12月期,第30~34页。

投资者持续获得高于市场平均收益率的现象；它只能使投资者收益率与市场平均收益率之间存在较小的随机差异，并且其差异范围通常包含在交易费用之中。

尽管有效资本市场理论为许多人所推崇并得到相当部分的实证支持，但在现实中这一理论仍然面临许多矛盾与难题。按照国外成熟的资本市场理论，市场有效性本身就是证券市场效率。因为在有效率的市场中，通过证券市场的价格机制与信息机制，完全可以实现资源的优化配置。这样，按照资本市场有效理论，中国证券市场效率则是低效率，甚至是无效率的。但是这能否说明，中国证券市场的整体效率是低效率或无效率的？我们认为，这种简单判断是值得商榷的，单纯用市场有效性理论难以对中国证券市场效率做出合理性解释。从证券市场效率的第一重含义，即资源动员能力分析，中国证券市场在短短的十年期间发挥了强有效的资源动员功能，实现了传统经济下银行主导型融资制度向市场经济条件下证券市场融资制度的有力切换，社会主义市场经济融资制度框架基本建立起来。但是，从证券市场效率的第二重含义上讲，中国证券市场运行效率低下，还不能有效反映市场信息，股票市场资源配置的定价机制与信息传导功能还没有充分发挥，社会资源无法有效配置成为证券市场低效率的主要体现。所以，证券市场效率的度量不能简单地视为市场有效性，还必须从资源配置效率角度考察。

## 二、证券市场制度变迁中的制度缺陷

### （一）制度缺陷是证券市场低效率的根源

如前所述，中国证券市场低效率问题，已经进入我国理论界的研究视野。但目前学术界对证券市场低效率的研究，是从市场有效性理论的视角进行验证分析的。但市场有效性差，股票价格不能充分反映信息，能否等同于证券市场低效率？这是我们长期思考的问题，经过分析我们认为，对于这一问题显然不能简单下此结论，关键是要考察市场效率、证券市场制度与资源配置之间的内在联系，进而寻求造成中国证券市场低效率的根本原因。在此，我们认为市场有效性，以及与之相联系的信息传递和价格形成能力，是造成我国证券市场低效率的直接性因素，而不是问题的根本所在。我国证券市场低效率的根源在于中国证券市场变迁中存在的制度缺陷，制度缺陷造成证券市场运行的扭曲，使证券市场内在机制不能有效运

行，即信息机制与价格机制对资源的引导与配置能力减弱，由此造成了证券市场的低效率。

尽管市场有效性理论、中国证券市场低效率及其制度缺陷问题，都早已引起国内学者的充分重视，但学术界并没有从三者之间的内在联系与相互作用机制来解释中国证券市场的低效率问题。这也正是本文在此领域所做的尝试和探索。

如前文所述，证券市场效率归根结底是社会资源的配置效率。社会资源的配置方式按照配置机制的基础作用不同可以划分为两种，即以市场机制为基础的市场经济体制或计划机制为基础的计划经济体制。证券市场制度作为市场化产物，是依靠市场机制来发挥其内在功能，通过市场运行机制与定价机制来实现社会资源的有效配置，其作用过程可以概括为：市场运行效率→市场定价效率→资源配置效率。

按照市场经济作用机制，证券市场有效运行对市场信息予以反映，市场信息形成价格。通过市场定价效率实现价格信号的有效传导，既保证市场价格的合理形成，又能够实现资本的高效流动，以此发挥市场对社会资源的动员作用与配置效能。因此，只要是有效率的市场，市场机制的作用就能够充分发挥，通过市场交易机制和市场定价机制将资本配置到边际效率高的项目之中，社会资源的有效配置就可以实现。因此，在完全市场条件下，市场有效性可以通过信号传导与价格形成机制，实现资源的优化配置。由此可见，在完善市场制度的前提下，市场效率可以用来衡量证券市场效率，即社会资源配置效率。

而考察我国证券市场制度，其建立的初衷是改革设计者在为中国经济快速发展寻求持续资本供给，而这本身就是在计划经济向市场经济转轨中的一项重大制度创新。在这样的初始条件下，政府对证券市场制度安排起着举足轻重的作用。计划经济特定路径的惯性，使政府依旧对全社会资金的配置进行强有力的干预，从而保证其执行产业政策、实现赶超战略所需的资本。由于行政力量作用于证券市场运行，既定制度安排下信息难以发挥其内在的传导作用，造成市场行为的扭曲，以致证券市场运行的效率过低，定价效率也不可能有效发挥，因而难以做到在市场机制下社会资源的有效配置。可见，中国证券市场低效率，不是市场本身错了，而是市场运行机制发生了扭曲，在证券市场运行中其内在机制不能有效的传递信息。而市场机制是依靠“信号”传导机制发挥作用的，在我国经济转轨中，两种力量作用共生的条件中“信号”的形成本身就不可避免地发生扭曲，具有相对优势的利益团体在体制变革或制度变迁中，便利用不完善的制度

安排来获取潜在的机会利益，进一步损耗了制度效率。

通过解析中国证券市场效率，不难发现制度缺陷是中国证券市场低效率问题的根源所在。作为本文研究的基本范畴，我们认为所谓制度缺陷，是指在证券市场发展初期，由于受初始条件的制约，证券市场的制度设置与制度安排的不完全，旧体制内涵因素作用于市场运行，造成证券市场运行效率降低，证券市场价格形成机制扭曲，无法有效反映市场信息，从而严重弱化了证券市场资源配置功能。

## （二）中国证券市场制度缺陷的生成机理

从以上分析可见，中国证券市场低效率的根源在于证券市场的制度缺陷。因此，要提高证券市场效率，推进证券市场的持续性发展，首先应该对证券市场的制度缺陷进行深层次剖析，分析证券市场制度缺陷的生成机理。

### 1. 赶超式发展战略：制度缺陷生成的主根源

中国证券市场内生于改革开放后的经济成长，政府设立证券市场的初衷是为有效动员金融资源，从而为经济快速发展提供高效的资本支持。政府在证券市场制度安排上，采取强制性制度变迁模式。这种初始的制度设置与安排，无疑在证券市场发展初期提供了强有力的制度支持，使中国证券市场很快纳入快速发展轨道。

从证券市场制度本身分析，不同经济制度与市场体制，其金融制度的安排是不同的，在证券市场制度的形成上表现出较大差异性。成熟市场经济国家，由于市场制度、法律制度等相对完善，金融业相当发达，其证券市场制度按市场自我强化的轨迹发展。政府对金融市场的管制主要体现在金融立法上，金融管制的立足点在于维持金融过程的安全性，从而实现资本价格的稳定和均衡。资本市场在较为规范的法律和制度约束下，按照市场机制有效运行。在这类证券市场制度中，金融资本的定价和配置由市场决定，而非通过行政性合约来完成。与西方自由发展证券市场制度形成不同，我国资本市场不发达，产权制约较弱，市场信用机制没有充分建立起来。这种金融制度的初始条件决定了我国证券市场制度模式构建上，还不具备选择自由市场经济国家的制度模式。

由于经济制度与市场发育条件的不同，政府主导型证券制度与西方自由发展的证券制度之间存在信息租金与信息成本差异，其制度效率存在显