

现代资本市场研究丛书

证券市场深化与 微观结构优化

张宗新
编著

ZHENGQUAN SHICHANG SHENHUA YU
WEIGUAN JIEGOU YOUHUA



 中国金融出版社

现代资本市场研究丛书

证券市场深化与微观结构优化

张宗新 编著



中国金融出版社

责任编辑：王海晔

责任校对：孙蕊

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

证券市场深化与微观结构优化 (Zhengquan Shichang
Shenhua yu Weiguan Jiegou Youhua) /张宗新编著

—北京：中国金融出版社，2005.7

(现代资本市场研究丛书)

ISBN 7-5049-3715-0

I. 证… II. 张… 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 (2005) 第 048853 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 松源印刷有限公司

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 11.125

字数 328 千

版次 2005 年 7 月第 1 版

印次 2005 年 7 月第 1 次印刷

印数 1—3000

定价 25.00 元

如出现印装错误本社负责调换

前 言

自 20 世纪 90 年代我国证券市场创立以来，我国证券市场取得了举世瞩目的成就。在短短的十几年间，中国证券市场从无到有，从起步阶段的 5 只股票，到 2004 年底 1 411 家公司在两个交易所上市交易，总市值 37 468.9 亿元，占当年 GDP 的比重为 27.45%，证券市场与整个国民经济规模的相关性正在得到加强，证券市场作为宏观经济“晴雨表”的条件正在形成。

然而，在中国证券市场快速追赶西方成熟市场的过程中，却在不完善的发展历程中不断暴露出种种问题与缺陷，如证券监管不严、政策干预过多、上市公司欺诈发行、利润操纵、内部人控制、投资者过度投机、庄家操纵、基金黑幕等等。之所以出现这些问题，其深层次的根源在于中国证券市场制度安排上的偏差，政府片面注重证券市场的国有企业筹资功能，而忽略了市场内在的资源配置和价值评价等重要功能。这种证券市场的定位直接导致了证券市场的“先天不足”。

在世纪转折之年，处于发展初期的中国证券市场面对市场的“先天缺陷”，经历了是否“推倒重来”的质疑和争论。但是自 2001 年来，中国股市的历程似乎比“推倒重来”更加残酷，尽管中国证券市场走出了“推倒重来”的尴尬境界，但是中国股市却没有逃脱“硬着陆”的艰难之路。上证 A 股指数从 2001 年最高点 2 245 点一直到 2005 年 6 月份跌

破千点大关。中国证券市场正在经历一个“硬着陆”的国际化接轨过程，证券经营机构已经积累相当的风险，金融机构尤其是证券经营机构的核心竞争能力较差，30%以上的证券公司已经处于破产或被接管的边缘；巨大的国民财富不断在缩水和蒸发，股市的财富效应似乎是一面美好魔镜，追加的投资不断被化为泡影；上市公司缺乏信息披露，虚假信息、恶意融资不断，信息价值和信息定价功能失效，公司价值面临重估，投资者纷纷“用脚投票”；内幕信息操纵大量存在，缺乏有效的投资保护机制。种种迹象表明，整个中国证券市场已经陷入一个难解的危局，严重制约新兴证券市场的持续性发展。

面对中国证券市场的危局，人们不禁在问：中国股市怎么了？中国证券市场的危机应如何化解？这似乎是来自中国证券监管部门的的声音与思考。

记得吴敬琏先生曾呼吁“经济学家的良心”。作为一名年轻的证券研究者，我们的工作责任应该是什么？我们需要怎样的学者良知？从我的个人认识看，证券学者的良知就是在于竭力揭示中国证券市场的真实规律，为中国股市走出危局进行理论开拓和探索。其实，对于中国证券市场而言，解决问题的根本出路在于需要证券市场制度变革，推动中国证券市场深化与微观结构优化，以保护外部投资者权益，确保公平有效、透明的市场，降低市场系统性风险作为证券市场深化的主要方向。

正是基于上述思考和认识，我认为应该推动中国证券市场深化与微观结构创新研究。根据这种思想和理念，在本书设计上定位于证券市场深化的理论性探索，为此，力图达到

四方面的特点：

1. 前沿性。本书涉及的课题选题都是近年证券市场研究的热点和前瞻性问题。本书从证券市场深化与市场微观结构角度研究当前中国证券市场前沿课题，是证券市场理论研究的最新动向。本书中的专题都是证券市场发展亟待研究的重要课题，例如证券市场制度风险、证券市场风险结构、货币政策与资产价格、证券内幕信息操纵、上市公司自愿性信息披露行为、信息披露质量与投资者保护、股票指数期货、卖空交易等等。

2. 理论性。本书课题选题针对当前中国证券市场发展重大理论和实践问题进行了理论探索。近年来，本书作者一直从事证券市场深化方面的课题研究，本书就是将近期从事课题研究的成果结集出版。全书共 12 章，选题全部来自国家自然科学基金项目、国家社会科学基金项目、中国证券业协会课题、中国博士后科学基金项目、上海证券交易所课题等研究成果。其中，相当部分课题是在中国证券业协会课题、深圳证券交易所课题评选中获奖的研究成果。

3. 学术性。本书立足于学术专题研究，注重规范的理论研究与实证分析，部分成果在《经济研究》、《经济学（季刊）》、《金融研究》、《数量经济技术经济研究》等国内经济学权威期刊发表。

4. 系统性。本书着眼于证券市场制度深化和微观优化，从证券市场制度、证券市场风险结构、证券资产价格波动、微观市场主体、金融创新等角度系统剖析了当前中国证券市场发展的前沿性课题。

同时，有必要指出的是，本书主要内容是我近年来从事

证券市场深化相关研究项目的成果，其中，第1至11章是我主持的国家自然科学基金、中国博士后科学基金、上海证券交易所等课题的研究成果，朱伟骅、季雷、张晓荣、廖士光、姚力、厉格非分别参与了部分课题研究；第12章是由廖士光博士独立完成。由于课题研究人员水平有限，以及选题组织设计与本书宗旨可能存在某些偏差，书中失当之处在所难免，在此恭请各位专家和广大读者批评指正。

在本书出版过程中，得到东北证券公司金融与产业研究所郭来生博士的鼎力资助，以及得到中国金融出版社彭元勋主任、王海晔编辑的大力支持，在此表示衷心谢意。

张宗新

2005年6月15日

目 录

上篇 证券市场深化篇

1 中国证券市场制度风险的生成及化解	3
1.1 引言	3
1.2 政府隐性担保契约——证券市场制度风险的 内生根源	5
1.3 制度风险的市场扩散机制	8
1.4 制度创新：化解制度风险的路径选择	16
2 中国证券市场系统性风险结构的实证分析	21
2.1 引言	21
2.2 证券市场系统性风险值动态估计	23
2.3 中国证券市场系统性风险分解	33
2.4 控制系统性风险的思路和结论	37
3 经济转型期证券资产价格波动的制度解析	40
3.1 政策控制性均衡监管引生市场异常波动性冲击	41
3.2 依存监管状态与投机性预期均衡	47
3.3 流动性约束与股价波动效应	52
3.4 风险释放与租金效应	57
4 证券信息内幕操纵的股价冲击效应 ——基于新兴市场的分析框架	65

4.1	联盟寻租博弈与合作博弈的正溢出效应	67
4.2	内幕信息操纵：基于不对称信息条件下的 投资者行为分析	71
4.3	内幕信息冲击：证券信息操纵对股价波动的 冲击效应	74
4.4	中国证券市场内幕信息操纵的实证检验	78
4.5	证券监管对信息内幕操纵行为的有效控制	86
5	货币政策应对资产价格进行反应吗？	90
5.1	资产价格过度波动对传统货币政策提出新的挑战	91
5.2	资产价格波动对货币政策冲击的理论分析	93
5.3	货币政策对证券市场调控传导机制	99
5.4	中央银行是否对资产价格波动进行反应的争论	103
5.5	货币政策对资产价格过度波动的相机控制	108
5.6	国内研究的意义及展望	116

下篇 市场结构优化篇

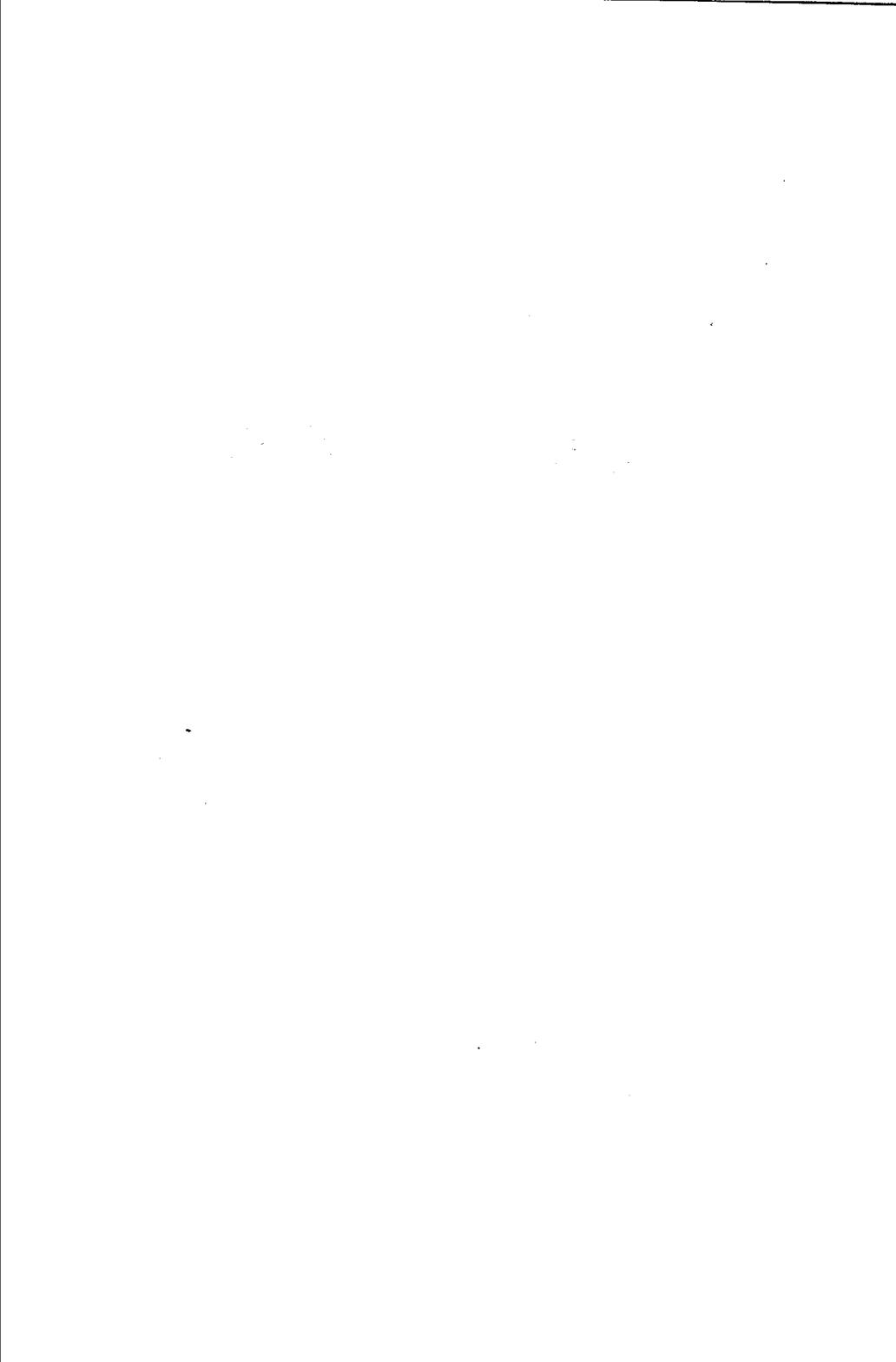
6	上市公司购并动因：理论与实证分析	123
6.1	引言	124
6.2	购并动力：利益相关者利益均衡的经济学解析	127
6.3	利益相关者购并博弈：利益均衡模型分析	140
6.4	公司购并行为利益分配：中国证券市场的实证分析	150
6.5	研究结论与政策建议	160
7	上市公司自愿性信息披露行为有效性研究	165
7.1	引言	166
7.2	中国上市公司自愿性信息披露行为的动因分析	168
7.3	上市公司自愿性信息披露机制的信息经济学解析	172
7.4	对中国上市公司自愿性信息披露行为的实证检验	175

7.5 研究结论与政策建议	184
8 证券公司价值评价与价值管理	189
8.1 财务评估：能否成为证券公司价值评价的 主要指标?	190
8.2 证券公司价值评价体系的建立	195
8.3 证券公司价值管理的风险监控	205
8.4 证券公司价值管理的路径选择	210
9 信息披露时间选择、披露频率与信息质量 ——基于 2001—2003 年中国股市横截面数据的 经验证据	217
9.1 引言	218
9.2 计量方法与研究假设	219
9.3 数据分析与实证证据	222
9.4 研究结论与政策建议	236
10 信息披露增加能够提升公司价值吗? ——基于声誉投资模型的价值分析及中国股市证据	239
10.1 引言	240
10.2 信息披露、声誉投资与价值溢价	243
10.3 信息披露与公司价值：中国证券市场的经验证据	258
10.4 研究结论与政策建议	276
11 我国股指期货合约模式及其投资策略选择	285
11.1 我国推出股指期货合约模式选择	286
11.2 股指期货合约的定价理论与模型	292
11.3 股指期货合约的投资策略选择	300
12 卖空交易功能机制及其实证研究	311

12.1	稳定市场功能的理论分析与实证检验·····	311
12.2	提供流动性功能的理论分析与实证检验·····	324
12.3	价格发现功能的理论分析与实证检验·····	327
12.4	套期保值功能的理论分析与实证检验·····	333
12.5	卖空能否作为调控手段的理论分析与实证检验·····	337

上 篇

证券市场深化篇



1

中国证券市场制度风险的生成及化解*

内容摘要：中国证券市场制度风险的形成，归因于政府对证券市场发展的隐性担保契约。政府对市场的控制均衡约束及其制度安排上的内在缺陷，引致证券市场制度风险产生，并通过非对称信息动态博弈下的企业上市包装、上市公司利润操纵、投资者行为投机化和市场泡沫制度化得以扩散与强化。本章认为，制度风险源于市场制度设置本身，化解制度风险只有通过制度创新路径，解除政府隐性担保契约，才能提高证券市场的运行效率和功能效率。

1.1 引言

证券市场作为市场经济最重要的制度安排之一，其资源动员和优化配置功能的有效发挥，必须有与之相应的信用制度做支撑，这种信用制度就是市场经济信用制度。我国长期的计划经济体制是以垄断性的国家信用为基础，市场信用被压缩至极低限度。对一个国家或社会而言，信用制度转型往往需要相当长的过渡期，而在证券市场赶超目标和经济转轨特征的双重约束下，最便捷、成本最小的方式就是用国

* 本章是中国证券业协会《中国证券市场制度缺陷与风险防范》课题（2001）的一部分，原文发表于《经济研究》2001年第10期。

家信用替代市场信用，以保证证券市场的跨越式发展。虽然国家信用替代市场信用能够保证证券市场的基本框架在短期内快速建立起来，但两种信用的性质毕竟不同，为实现证券市场的持续性发展，必然要求制度创新主体为市场信用提供足够的发展空间，并在适当时机有步骤地退出国家信用，实现二者的有效置换。笔者认为，中国证券市场处于信用制度转型期所暴露出来的问题与矛盾，从本质上是源于两种信用制度的碰撞和不相适应；市场信用越发展，国家信用对证券市场的不适应性反应就越强烈，初始期政府主导的强制式变迁所引生的制度缺陷得以放大，制度风险产生并不断强化。

具体分析，当前国家信用之所以与证券市场的发展不相适应，根源在于国家信用与市场信用之间的内在矛盾与冲突。国家信用的一个重要特征，在于它是以国家形式为证券市场提供担保，虽然这种担保并没有采用明确的契约方式，而是体现在国家对证券市场的战略发展意图与市场管制之中，体现在政府对证券市场的理性预期和利益偏好上，如政府对证券市场赶超式发展的偏好、对上市企业的所有制歧视等。这种偏好表现为政府对市场的一种控制，市场均衡表现为政府干预下的控制均衡。控制均衡在证券市场初期是必要的，使中国证券市场得以迅速建立，实现了传统信用条件下银行主导型融资制度向现代市场经济条件下证券市场融资制度的有力切换。但同时带来一定的负面效应，即政府主导型外在制度安排与证券市场内在规律之间的冲突与摩擦，引致了严重的制度缺陷，这种缺陷并不能主动通过市场机制加以修正，而是在路径依赖条件下发生自我强化。在这种有缺陷的制度安排下，政府对市场上各参与主体的利益实现负有一定担保责任，从而使市场风险与制度风险相叠加，制度风险镶嵌于市场风险之中，市场风险通过制度风险的形式表现出来，并进一步扩大了证券市场的系统性风险。^① 以下分析将证明，正是政府对市场的控

^① 据资料分析，纽约证券交易所系统风险（不可分散化风险）占 1/4 左右，而非系统风险（分散化风险）占 3/4 左右；而上海证券交易所的投资风险结构与此倒置，系统风险占 2/3，非系统风险仅占 1/3。

制均衡约束及其制度安排上的内在缺陷,导致了证券市场上普遍存在的企业上市包装、上市公司利润操纵行为、投资者行为投机化和市场泡沫制度化等制度风险。

1.2 政府隐性担保契约——证券市场制度风险的

内生根源

1.2.1 政府的证券市场目标函数

在本章分析中,笔者假定政府^①作为理性人,同样有着自己的利益偏好,它在证券市场上既执行着社会经济管理者的一般职能,又有着自己的利益要求。政府的社会经济管理者职能包括制定证券市场游戏规则、保护广大市场参与主体的合法利益、营造健康公平的市场环境、维护有效运转的市场秩序等。政府的自身利益要求主要集中在对国有经济的行为偏好上,以及政府代理人的个人享受、社会地位的提升、人缘关系等。在这里,笔者基本同意黄少安对诺斯悖论(诺斯,1990)给出的解释(黄少安,1999),即政府在制定博弈规则面临着使统治集团租金最大化的所有权结构与降低交易费用和促进经济增长的有效率体制的双重矛盾时,作为理性经济人,它必然在直接收益与间接收益之间寻求一种均衡,从而使垄断规模程度停留在某个边际上,实现两种目的或收益的边际均衡。

具体而言,在证券市场上政府的目标函数可以描述为:

$$U_g = F(R, S, B, A, T, I)$$

$$\text{s. t. } I_{\min} < I < I_{\max}$$

其中, U_g 为政府在证券市场的目标函数; R 为国有企业及上市公司的融资额及改制效率; S 为证券市场规模; B 为证券市场的资

^① 这里的政府不同于一般意义上的政府含义,包括证监会、各级证券管理部门以及证券交易所等职能部门。

本形成能力； A 为证券市场的经济结构调整能力； T 为政府在证券市场中的印花税等税收； I 为股指，表明政府对证券市场的期望； I_{max} 、 I_{min} 分别表示政府认可的股指上限和下限，高于 I_{max} 或低于 I_{min} 均不符合政府发展证券市场的战略意图。^①

对政府来说，证券市场目标函数是企业融资、市场规模、资本形成、结构调整、印花税和股指的增函数，对它们的一阶偏导均大于零，即： $\partial U_g/\partial R > 0$ ， $\partial U_g/\partial S > 0$ ， $\partial U_g/\partial B > 0$ ， $\partial U_g/\partial A > 0$ ， $\partial U_g/\partial T > 0$ ， $\partial U_g/\partial I > 0$ 。

这意味着政府效用随着这些变量的增加而递增。政府寻求自身效用的最大化，即 $\text{Max } U_g$ ，这是一个非线性规划在约束条件 (s. t. $I_{min} < I < I_{max}$) 下求极值问题。

1.2.2 政府隐性担保契约模型的确立

政府目标函数要通过证券市场体现和实现。证券市场之所以能够有效运行，需要一定的信用制度安排，这种信用制度就是市场化信用。我国证券市场的产生与发展，由其产生的制度环境及其功能定位、相配套的市场信用制度建设滞后所决定，必然依赖于政府信用，政府担保成为市场发育和运行的基础；而政府信用对市场信用的替代正是我国证券市场制度风险的总根源。在市场信用最终没有确立以前，特别是政府在证券市场上特殊的利益要求，使得证券市场发展依赖于政府信用的强支持，政府信用在证券市场上起着隐性担保作用。

目前，我国理论界对政府隐性担保契约问题的研究还处于起步阶段，相关文献资料十分稀少。笔者将克鲁格曼 (Krugman) 的政府外汇市场干预理论 (1991) 和张曙光等对国有企业的隐含担保理论 (2001) 进行分析整合，提出我国证券市场的政府隐性担保契约模型，以期对我国证券市场的制度风险根源进行深入探讨。

由政府 在 证券 市场 上 的 目标 函数 所 决定，政府 实现 上述 目标 依赖

^① 在此需要指出的是， I_{max} 、 I_{min} 并不是一个常数，仅仅在一定时期内相对不变，而从长期角度看则是政府不断动态调整的股票指数期望极值。