

国家自然科学基金资助项目 (面上项目青年科学基金)  
(项目批准号: 70203007)

# 中国 证券市场 的信息 博弈与监管研究

**ZHONGGUO ZHENGQUAN SHICHANG**  
DE XINXI BOYI YU JIANGUAN YANJIU

◎张 艳 / 著



经济科学出版社

国家自然科学基金资助项目(面上项目青年科学基金)

(项目批准号: 70203007)

# 中国证券市场的信息 博弈与监管研究

张 艳 著

经济科学出版社

责任编辑：马金玉  
责任校对：董蔚挺  
版式设计：代小卫  
技术编辑：潘泽新

## 中国证券市场的信息博弈与监管研究

张 艳 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

电子邮件：esp@esp.com.cn

北京密兴印刷厂印装

880×1230 32 开 9.125 印张 240000 字

2005 年 12 月第一版 2005 年 12 月第一次印刷

印数：0001—2000 册

ISBN 7-5058-5175-6/F·4445 定价：15.00 元

（图书出现印装问题，本社负责调换）

（版权所有 翻印必究）

# 目 录

|          |                    |      |
|----------|--------------------|------|
| <b>0</b> | 导 言 .....          | (1)  |
| 0.1      | 选题意义 .....         | (1)  |
| 0.2      | 既有研究综述 .....       | (4)  |
| 0.3      | 研究方法 .....         | (11) |
| 0.4      | 本专著主要内容和基本框架 ..... | (14) |
| 0.5      | 创新点 .....          | (18) |

## 上 篇

### 中国证券市场的信息博弈行为和过程

|          |                                    |      |
|----------|------------------------------------|------|
| <b>1</b> | 证券市场的信息基础与证券信息的有效性 .....           | (27) |
| 1.1      | 证券市场有效性及其信息基础 .....                | (27) |
| 1.2      | 证券产品、证券市场的特殊性与证券市场<br>信息的有效性 ..... | (30) |
| <b>2</b> | 中国证券市场信息源中的博弈 .....                | (47) |
| 2.1      | 上市公司经理层与所有者之间以及股东<br>之间的信息博弈 ..... | (49) |
| 2.2      | 上市公司上市过程中的信息博弈 .....               | (54) |
| 2.3      | 上市公司发行股票定价的信息博弈 .....              | (57) |

|          |                                    |              |
|----------|------------------------------------|--------------|
| 2.4      | 公司上市后财务状况与业绩公布中的<br>信息博弈·····      | (61)         |
| 2.5      | 上市公司投资信息公布中的博弈·····                | (69)         |
| 2.6      | 内幕消息获取与利用中的信息博弈·····               | (71)         |
| <b>3</b> | <b>中国证券市场信息通道中的博弈·····</b>         | <b>(85)</b>  |
| 3.1      | 证券市场信息搜寻中大小股东之间的博弈·····            | (85)         |
| 3.2      | 证券市场信息传递中代理者与信息提供者<br>串谋的信息博弈····· | (87)         |
| 3.3      | 证券交易中信息加工的博弈·····                  | (92)         |
| 3.4      | 中介机构与新闻媒体的信息加工行为·····              | (100)        |
| <b>4</b> | <b>中国证券市场信息反馈中的博弈·····</b>         | <b>(103)</b> |
| 4.1      | 股市变动中投资者之间的信息反馈博弈·····             | (103)        |
| 4.2      | 机构投资者操纵股价与散户跟风中的<br>信息博弈·····      | (106)        |
| 4.3      | 政府部门政策调整与投资者政策反应<br>之间的博弈·····     | (109)        |
| <b>5</b> | <b>中国证券市场信息运行循环过程中的博弈·····</b>     | <b>(120)</b> |
| 5.1      | 噪音信息的自我强化机制与博弈·····                | (120)        |
| 5.2      | 证券泡沫形成和膨胀过程中的博弈·····               | (123)        |
| 5.3      | 中国证券市场泡沫形成原因的分析·····               | (131)        |
| 5.4      | 证券泡沫破裂的博弈结果·····                   | (134)        |

## 下 篇

### 中国证券市场信息博弈过程的 调整与信息监管的完善

|          |                           |       |
|----------|---------------------------|-------|
| <b>6</b> | 中国证券市场信息博弈条件的改善·····      | (147) |
| 6.1      | 中国证券市场信息博弈行为扭曲产生的条件·····  | (147) |
| 6.2      | 中国证券市场信息博弈条件的形成机制·····    | (150) |
| 6.3      | 中国证券市场信息博弈条件形成机制的改造·····  | (162) |
| <b>7</b> | 中国证券市场信息披露的完善·····        | (180) |
| 7.1      | 国外关于证券市场信息披露的争论与实践·····   | (181) |
| 7.2      | 中国证券市场信息披露制度的完善·····      | (184) |
| <b>8</b> | 中国证券市场信息行为的监管·····        | (207) |
| 8.1      | 中国证券市场信息行为监管存在的缺陷·····    | (208) |
| 8.2      | 健全中国证券市场信息监管的组织结构和功能····· | (216) |
| 8.3      | 完善中国证券市场信息行为监管的制度与措施····· | (233) |
| 8.4      | 健全证券市场信息行为监管的法律制度·····    | (240) |
| <b>9</b> | 中国证券市场独立审计的完善·····        | (252) |
| 9.1      | 独立审计的独立性本质·····           | (253) |
| 9.2      | 中国证券市场审计的现状成因分析·····      | (254) |
| 9.3      | 中国证券市场独立审计的完善·····        | (259) |
|          | 参考文献·····                 | (271) |
|          | 致谢·····                   | (283) |

# 导 言

## 0.1 选题意义

=====

### 0.1.1 现实意义

我国证券市场为深化国企改革和建立社会主义市场经济体制做出了贡献，但仍然存在一些问题：

首先，我国证券市场从诞生起就承担了为国有企业注资的历史使命。在一级市场上，相当一部分国有企业上市是政府行政选择的结果而不是市场行为。在审批制和核准制下，政府制定新股发行额度并分配给各地方和部门，使得某些地方（或部门）不符合上市条件的企业也能够上市，一些业绩优良的企业被排斥在证券市场之外。由于投资者和上市公司之间信息不对称，出现投资者“逆向选择”；由于分散的中小股东都不愿意支付搜集信息的成本，其“搭便车”行为无法有效监督上市公司的“败德行为”。其次，二级市场上上市公司信息披露不真实、不完全、不及时。公司管理层为达

到上市筹集资金的目的,隐瞒实情做假账,注册会计师等中介机构也帮助造假,甚至上市公司与券商勾结粉饰业绩。对于有利于公司的信息过分夸大,而对于不利于公司的信息则极力隐瞒。中小投资者因为受到资金实力、专业能力及信息噪声的限制而盲目投机。尽管在 Fama 有效市场假说理论的强型有效和半强型有效市场中,掌握公司未公开的信息来获取超额回报也是市场有效的一部分。但是我国内幕交易的现状却令人堪忧:在证券市场机制和管理体系还不完善的情况下,机构大户依靠内幕消息的恶性炒作来获得超额回报。

证券市场的功能是通过市场机制实现资本有效配置,而证券市场的运转过程就是一个信息处理过程。我国证券价格反映信息不完整且有偏差,导致了证券市场在反映市场信息方面的无效性,证券市场的资本配置功能无法完全实现。因此,我国证券市场效率的关键问题是如何提高信息的准确性、充分性和对称性。随着我国加入 WTO,包括金融业在内的国内市场都将渐次开放,与资本市场国际化相伴而来的是更大的风险和挑战。如何规避风险,迎接挑战,提高资本市场的运作效率是现阶段的首要任务。这就使加强证券市场信息监管,完善信息监管制度成为目前最迫切需要解决的问题。

## ■ 0.1.2 理论意义

### 0.1.2.1 完善我国证券市场理论的需要

1. 证券市场效率理论。证券市场效率理论最初源于英国统计学家肯德尔的一个发现,即股票价格具有随机游走的特点,之后,许多西方经济学家对这一问题进行了深入研究,从而建立了各种有效市场假说(EMH)。迄今为止,将该理论发展得最为完善与严密的当属芝加哥大学教授法玛(E. Fama, 1965)。他在研究中注意到有关证券市场效率的两个关键问题。一是关于股票价格和信息之间的关系,即信息的变化如何影响股价的变动;二是与股票价格相关的



信息和种类,即不同信息(历史信息、公开信息和内幕信息)对股价的影响程度不同。哈里·罗伯茨(Harry V. Roberts, 1970)据此将证券市场效率分为三种形式:弱型效率市场、半强型效率市场、强型效率市场。本专著以信息为基础,从我国证券市场各个主体的信息博弈行为角度探讨我国证券市场的构造缺陷和体制特征,进一步弄清影响我国证券市场效率的因素,探索提高我国证券市场效率的途径。

2. 新金融中介理论。现代企业是基于经营管理的专业化分工发展起来的,所有者与经营者之间存在的委托代理契约主要是通过金融中介来联接和深化的。近十几年来兴起的新金融中介理论认为金融中介是被挑选出来进行有效监控的主体。结合我国实际,国有企业监控的金融中介主要是国有商业银行(间接中介)和证券市场(直接中介)。目前,中国证券市场对国有企业的监控所存在的功能缺陷与国有商业银行相似。本专著借鉴新金融中介理论对中国证券市场的功能缺陷进行剖析,并提出改革思路和政策建议。

### 0.1.2.2 发展证券市场监管理论的需要

经济学关于监管问题的理论分析已经取得了相当大的成就,形成了一系列关于监管问题的理论和观点。包括:公共利益论、经济效率与监管、市场机制与经济效率的完全竞争均衡模型、非竞争性均衡与补偿原则、俘虏论、监管经济学,等等,有不少学者将上述理论应用到对证券市场的分析中。

但是上述监管理论较多是针对普通产品的研究,相对于普通产品,证券产品有其显著的特殊性。同时,证券市场不同于由厂商和消费者组成的一般产品市场,它是一个金融的公开市场,有多方不同的利益主体:上市公司、投资者、金融中介机构、自我管理机构和政府监管部门共同参与。如何揭示证券产品和市场的特性决定的不同于一般产品市场的信息博弈,探讨相应的监管机制,是本专著分析的重点。

### 0.1.2.3 探索结合博弈科学与信息经济学研究证券市场相关问题的需要

博弈论和信息经济学各有长处。博弈理论研究的是：给定信息结构，什么是可能的均衡结果？信息经济学研究的问题是：给定信息结构，什么是最优的契约安排？因为信息经济学研究什么是非对称信息情况下的最优交易契约，故又称契约理论或机制设计理论。从这个角度讲，信息经济学是“规范的”，而博弈学是“实证的”。因此，有机结合信息经济学和博弈论基本理论，考察和选择具体博弈模型，笔者把对我国证券市场各个主体间信息博弈行为的研究融入信息的收集、加工、处理、传输和决策的动态过程，探讨体制因素和现实条件的影响，进而探索如何在优化的信息结构基础上形成优化的契约安排，可以为完善证券监管提供切实的理论依据。

## 0.2 既有研究综述

=====

### 0.2.1 关于证券市场失灵的分析

#### 0.2.1.1 一般市场失灵理论

一般市场失灵理论总结了种种导致自由市场均衡背离帕累托最优的市场现象，主要包括：市场垄断或竞争失败、外部经济、公共产品问题、非理性与“家长主义”、经济的不稳定性和市场波动、失业与收入分配不公等。它表明市场本身对这些障碍无能为力，而必须依赖政府的介入和干预。

如果从信息的角度分析，不难发现信息失灵或信息不完全是造

成上述问题的主要原因。资源配置达到最优状态的一个重要前提是私人决策者拥有充分、准确、全面、及时的信息。然而，在充斥着不确定性的市场上，信息就像其他经济物品一样也是一种稀缺的资源，要想获得足够的信息就必须支付足够的费用。信息成本的高昂迫使消费者往往在信息不完全的情况下作出决策，从而导致决策错误和资源配置效率的降低。正是因为信息在许多方面具有公共产品的特性而在私人市场经济中供给不足，政府必须履行减少信息费用，促进信息提供的职能。

### 0.2.1.2 有效资本市场理论

1965年美国芝加哥大学教授法玛分析了信息和股票价格的关系以及信息集合范围的大小不同对股票市场有效性的影响程度。第一，信息与股票价格的关系。股票市场上充满着不确定性，市场参与者的每一个决策都有可能产生不同的结果。信息正是不确定性的负量度，即决策者可以通过搜集与交易有关的信息来降低不确定性，包括宏观经济状况、行业发展状况、公司经营状况等。而在一个有效的股票市场上，信息对每个参与者都是完全的和均等的，任何参与者都不能通过对信息的搜集获取超额收益。第二，信息集合范围的不同对股票市场有效性的影响。根据信息集合的大小不同将市场可划分为三种类型：（1）弱型有效市场。这是股票市场有效的最低程度，在这类市场上，现行的股票价格已经反映了所有的历史信息，历史信息在市场参与者之间的分布是完全而对称的，任何参与者都不能通过对历史信息的处理（即技术分析）获得超额收益。（2）半强型有效市场。这类市场上股票价格不仅反映了历史的信息，还反映了所有公开的信息，如上市公司财务报表，宏观经济指标及其他相关政策等信息。市场参与者不可能通过对公开信息的处理获得超额收益。（3）强型有效市场。这是股票市场有效的最高程度，与股票价格相关的所有信息，包括历史信息、公开信息和内部信息都能对股票价格产生影响，所有的信息

都均匀、完全地分配给市场参与者,股价已经及时、准确地反映了所有的信息。

有效资本市场理论的出现为资本市场的有效性作出了一种诠释,从而从信息的角度为证券监管者确立了监管目标和实施监管有效性的度量标准。

### 0.2.1.3 证券市场信息失灵和内部非经济理论

1. 关于证券市场垄断和操纵的研究。从经济学意义讲,垄断和操纵行为的存在使得证券市场不能符合完全竞争市场的条件,因为垄断和操纵者的买卖行为必然人为地影响甚至左右市场价格。一定程度上,这种状况与某些行业中由规模经济所导致的自然垄断颇为相似,而普通中小投资者往往由于资金规模所限而难以通过投资组合来分散投资风险。

2. 关于过度投机和证券市场非稳定的研究。有的学者认为,投机是在商业或金融交易中,甘冒特殊风险谋取获得特殊利润的行为。只要不是去取得利息或股息的活动,都可定性为谋取特殊利润或投机利润的活动。<sup>①</sup>也有人认为,投机是把双刃剑,投机活动一方面不断填补供求缺口和价格差距,加速信息反馈和市场流通,通过竞争促使证券价格趋于平稳合理;另一方面又会引起价格曲线的大起大落和市场暴涨暴跌。故应具体划分一般投机、过分投机和恶性投机。<sup>②</sup>还有人认为,应区分理性投机和非理性投机、合法投机与非法投机,以此甄别监管的对象。<sup>③</sup> 斯坦利·费希尔和鲁迪格·唐不什则指出,在股市上真正起作用的并非人们对企业投资前景的信息,而只是他们对股票在下一期出售时能卖多高价钱的短期考

---

① 于光远:《谈谈“投机经济学”》,贺强:《寻求证券市场大智慧》,上海远东出版社1995年版。

② 于纪渭:《股份制经济学概论》,复旦大学出版社1996年版。

③ 李茂生:《关于发展中国证券市场的战略思考》,贺强:《寻求证券市场大智慧》,上海远东出版社1995年版。

虑。“投机幻觉迟早是要破灭的，但不利用这一幻觉似乎又是愚蠢的”。<sup>①</sup> MIT 的 Oliver Hart 和 Stanford 的 David Kreps 发表的《使价格不稳定的投机》一文指出，在信息不完全条件下，投机者误以为价格上升而买进后，将在下一期抛出而使下一期价格进一步下降，因此股市因投机者的作用产生的自发趋势使供求平衡的传统理论不能成立。1981 年，耶鲁大学的 Robert Shiller 根据近百年来主要股票指数和红利之间的关系的实证研究，认为由于股票价格波动太大以致不能由反映企业收益的红利变动来解释。

3. 关于外部性：金融风险 and 泡沫经济。学者们将外部性分为技术的外部性和金融外部性两种。金融外部性是指在具有不对称信息的经济中，当经济行为影响价格时，它们通过改变其他经济行为者的消费和信息结构，从而影响其他经济行为者的福利，这时就产生了外部性。<sup>②</sup>

一般而言，证券领域存在如下三种风险：（1）由实体经济部门传递过来的派生风险。<sup>③</sup>（2）证券市场中证券经营机构及其他相关金融机构的经营风险及失败后的连锁反应。<sup>④</sup>（3）在证券经济中独立出现的系统性风险。当金融、证券部门脱离实际经济部门的支撑而过度自我膨胀时，过热的证券市场上会形成“气泡现象”。著名经济学家彼得·德鲁克指出，“符号经济取代了实体经济成为世界经济的飞轮，而且大体上独立于实体经济，这是一个最为醒目而又最难理解的变化。”符号经济与实体经济的脱节构成虚假繁荣和“泡沫经济”的温床。“泡沫经济”下各种有价证券为主体的虚拟资本的供求关系和价格状况呈现一种相互背离的趋势，直至引发整个证券市场的强制调整或崩溃。

① 斯坦利·费希尔、鲁迪格·唐不什：《经济学（中译本）》（上册），中国财政经济出版社 1983 年版。

② 李会明：《非市场失灵理论与中国市场经济实践》，立信会计出版社 1996 年版。

③ 胡汝银：《中国证券市场的发展路向》，载《上海金融》，1998 年第 2 期。

④ Diaz-Alejandro C., 1985: "Good-Bye Financial Repression, Hello, Financial Crash", Journal of Development Economics, Vol. 19, No. 1-2, PP. 1-24.

著名经济学家阿克勒夫于 1970 年发表的名著——《有隐患的市场》，进一步指出证券市场上普遍存在着逆向选择和道德危险。由于企业管理者和享有控制权的大股东所掌握的信息与一般投资者所掌握的信息处于非对称状态，投资者往往只能按所有发行证券企业的平均质量来决定其愿意支付的价格，从而抑制了证券质量被低估的企业的积极性而鼓励资金向低质量企业流动。而且，在“委托—代理”理论所描述的博弈格局下，经营者可以利用其信息优势逃避监督，追求自身而非所有者的利益最大化。

另外，证券市场上的信息不对称和不完全还直接衍生出欺诈行为和内幕交易，引起过度投机，从而使市场信号与价值发生背离。而市场信号背离证券反映的实体价值的自我强化，将累积金融风险，形成泡沫经济，扭曲资源配置，最终导致金融危机。

从上面的回顾可以看出，学者们对证券市场失灵问题的经济学研究揭示了其危害，但还不是很系统、很深入地从信息的角度剖析其成因。与一般产品与劳务市场不同的是，信息问题是证券市场的核心问题，信息失灵是证券市场失灵最主要的表现，证券市场功能发挥所面临的绝大多数障碍或多或少均与信息失败有着直接或间接的关联。

可见，从信息的伪造及利用，负效、无效和低效信息的产生及利用去把握我国证券市场弱型效率的形成，进而探索构造有效证券市场的途径，将是一条有价值的思路。

### ■ 0.2.2 证券市场博弈行为的研究

许多学者对我国证券市场博弈行为做了许多颇有价值的研究，但目前还没有从信息的角度对我国证券市场全面系统地分析各个主体之间在信息收集、处理、加工直到决策过程中信息博弈行为的专门研究；而这一问题，在国外研究中也并没有完整现成的成果可循。

### 0.2.3 关于证券市场监管的研究

#### 0.2.3.1 管制经济学和公共选择的一般理论

卡恩于1970年出版的《管制经济学》<sup>①</sup>和乔治·施蒂格勒于1971年发表的《经济管制论》标志管制经济学作为一门新兴经济学分支学科的诞生。它以公共机构产生的规制为研究对象,主要研究在市场失灵情况下政府的干预问题。与证券监管问题直接相关的是,规制经济理论通常把证券业作为竞争性产业加以考察,指出由于金融业中的消费者和金融机构之间存在信息偏差而难以实现帕累托效率,不当竞争的结果使企业倒闭时难以保证消费者的资产安全。监管的必要性在于它引导着金融服务的产出,服务于社会资本配置和利用的最优化。

此外,对证券金融机构所处的信息不对称领域的经济性规制同样包括进入规制和价格规制两个方面,但由于其竞争结构特征,价格规制实施较困难,故通常以进入规制和其他规制为主。相反,施蒂格勒著名的《证券市场的公共管制》一书则认为强制性信息披露无益于投资者收益的增加而提出了管制无用论。尽管如此,管制经济学关于市场失灵和政府干预合理性的基本观点以及对干预有效性的分析为证券市场监管问题的研究提供了理论根据。

一些学者从公共选择的角度来解释政府管制,认为管制作为政府职能,属于公共选择的一个组成部分。对于证券市场来说,社会选择的结果是将证券市场运行的监督责任交给了能够代表公共利益的团体。公共选择论对于管制产生的根源和合理性方面的论断,为进一步理解实施证券监管的内在原因并明确证券监管的实施主体提供了佐证。

---

<sup>①</sup> Kahn. A. E., 1970: The Economics of Regulation: Principles and Institutions, New York Wiley Press.

### 0.2.3.2 证券市场监管的必要性和有效性分析

证券市场信息失灵理论为证券市场监管提供了直接依据。要消除证券市场的“市场失败”，使市场参与者及整个社会免受利益、效率和一般福利损失，并改善资源配置的效率，客观上需要政府通过证券市场的监管，对市场参与者的行为以法律法规进行规范。这不仅是经济金融体系和资源配置过程有效运行的内在需要，而且也是社会公众利益和经济发展的需要，这同样是公共选择的结果。

但是也有学者指出我国证券市场管理政出多门，直接行政干预太多，政策不稳定，不连续，随意性大，出现“消息市”、“政策市”，这又加重了证券市场的不完全性。此外，政府长期以来把证券市场的功能定位在帮助国有企业筹资。政府监管的非理性、不规范性加重了市场扭曲行为，使得证券市场无法有效地发挥其优化配置、惩罚市场“败德者”等功能。

我国政府监管的脆弱性有体制原因和制度背景，但并不是说不应当采取应有的监管，而应当考虑如何完善体制条件，提高监管效率。政府对资本市场的监管一方面是要缓解资本市场中的信息不对称性问题，另一方面是要对超越市场规则的交易行为进行惩戒。政府对证券市场监管的直接目的是要提高证券市场的效率，促使证券市场向效率更高的层次演进，让证券市场价格能够尽可能多地反映所有基本面的信息，从而真正发挥证券价格的信息反馈，进而引导资本资源配置的经济功能。

### 0.2.3.3 关于证券市场监管方式和手段的研究

学者们对于证券市场监管方式和手段的研究包括经济政策手段、法律手段和行政手段的研究，涉及完善企业治理结构、委托代理机制设计、建立和完善职业经理人市场、改善投资者结构、发展机构投资者和投资基金、完善独立审计、完善证券市场功能等的研究。其中关于信息监管讨论较多的是信息披露制度，而对于其他的



信息行为的监管制度还缺乏系统研究。

## 0.3 研究方法

=====

用博弈方法从信息的伪造及利用,负效、无效和低效信息的产生及利用去把握我国证券市场弱型效率的形成和完善是本专著的基本思路,体现这一思路的方法包括:

### 0.3.1 借助博弈论系统研究开放条件下我国证券市场的信息博弈行为及其监管

博弈论是一门研究相互影响着的局中人进行策略选择时的行为规律的科学。它所研究的是这样一种情景:(1)存在若干局中人(博弈参与者);(2)每一个局中人有一系列可选择的策略(行动方案);(3)博弈结果取决于局中人策略的组合,每个局中人对每一种结果有其偏好;(4)信息结构:可以假设博弈具备完全信息,则局中人了解博弈局势预设的信息。既知道别人的偏好,也知道别人了解自己的偏好;该假设可以为其他信息结构所取代,以描述不完全信息情况。

博弈论对特定经济问题的研究分为三步:(1)将特定经济问题翻译为博弈行为问题。由于经济问题经常是利益的冲突与制衡问题,这一翻译过程作为一种简化虽然会失去一部分信息,但可以突出经济问题中的主体结构,便于清晰把握脉络。(2)运用博弈理论得出博弈问题的解。目前博弈论虽已有较完整的体系,但仍未对博弈局势作出最终统一解决,所以这一步得出的结论往往是有条件的、具有多种可能性结构,需要与下一步综合运用。(3)将博弈问题的结论翻译回经济语言,同时与第一步所省略的信息一起为原始经济问题提供解释。如果博弈问题的结论与省略信息发生冲突,则