

文摘

证券交易制度的目标取向及其冲突与协调

在市场微观结构的研究中,许多学者都给出了微观结构的衡量标准,并探讨了不同交易机制对衡量标准的影响,这些标准主要是流动性、有效性、稳定性和透明性。流动性作为衡量市场绩效的一个重要指标,是市场微观结构设计的基本目标取向,它直接影响市场价格的形成、市场运作效率和证券市场的吸引力。本文拟着重探讨流动性目标及其与其他制度目标之间的冲突与协调。

一、证券交易制度的目标设计

交易制度是指证券交易所制定与设计,旨在保证证券市场在公平、公正、公开原则下有效运作的一整套制度的总称。交易制度的目标在于提供健全的交易设施,保证证券价格公平、有效地形成。交易制度是在既定的历史条件下指定的,同时也要受政府政策的影响。因此,交易制度的目标从根本上说与证券市场要达到的目标以及总体经济发展的目标是一致的。国际证券交易所联合会(FIBV)的有关报告指出,一个交易制度的优劣与否,主要看交易过程中的有关处理作业(如价格形成、买卖程序、信息传播)的绩效(或质量)。这里的绩效主要指流动性、有效性、透明性和稳定性。绩效高的市场是以市场稳定为前提,保持较高流动性、有效性和透明性的市场。

(一) 市场流动性

流动性是指金融资产迅速变为现金而不受损失的能力,或者说市场参与者在既定的价格水平上入市或脱手的可能程度,是无成本交易的能力。在接受市场价格的前提下,买卖双方均可买卖到他们想买卖的品种和数量(成交概率大),这一市场的流动性就强,否则市场流动性就很弱。流动性至少包括几方面含义,一是市场的价格发现功能是否完善,是不是随时能找到一个出清价格;二是价格对交易量的敏感度,即在不影响交易价格的情况下能对所有的交易量出清;三是市场具备能随时满足流动性需要的中小投资者的风险对冲功能;四是指市场的容量指标,包括参与者人数、成交量的大小等。

(二) 市场透明性

股市的透明性包括市场组织的透明性和市场信息的透明性。前者指有关市场组织的各项法规及运作办法要尽可能严格和明确,避免不同的理解和解释。市场信息的透明性是指重要信息向投资者公开披露的程度,包括各种统计资料、股价及交易情况、股市交易的有关委托及成交记录、上市公司信息及股东分布情况等。狭义的市场信息透明性是指反映有关股票交易信息公开披露的程度。所谓交易信息,包括交易前的信息(如委托的价量),交易后的信息(成交回报)及整体市场的其他信息。一般所言的市场透明性是指交易信息的透明性。

透明性的表现形式比较复杂。首先是什么信息该披露?其次是对谁披露?是只对经纪商、场内交易商,还是对所有交易者等等?这些问题都会影响市场参与者的决策,因而,需要研究市场的最佳透明度。研究结果表明,透明性和市场效率的关系是非线性的,在达到某一点的时候,透明性可以改进效率,但是完全的透明性似乎是次优的。这表明交易制度的设计,特别计算机化的交易制度设计是透明性和市场效率相互权衡的结果。

不同的交易制度,信息传递的速度与方式不同,透明性也就不同。如在做市商市场中,没有委托汇总机制,价格由做市商报出,投资人无从了解交易的基本情况,透明性低。而委

托驱动市场中能实时传播委托与交易的信息，透明性较高，连续竞价市场的透明性比阶段性拍卖市场强。

(三) 市场有效性

根据Fama (1970) 提出的“效率资本市场假说”，有效性指股价反映信息的效率，也指市场将一切信息融入价格的速度和准确性。如果一个市场的价格能迅速而准确地反映一切信息，则认为该市场有效。市场无效，即说明交易价格不公平，意味着市场无吸引力。有效的市场，更能吸引投资人，从而增加市场的流动性。而交易制度，由于其对参与者提供信息服务的方式不同，以及其所采用的自动交易系统本身的性能差异，对市场有效性的影响也存在差异。交易制度可影响参与者可得的信息量，如市场活动信息、交易量大小、近期价格趋势，从而影响交易决策。交易制度使参与者得到的信息量越多，导出的价格就越有效，参与者对市场的兴趣就越浓。

Schreiber 与Schwartz (1986) 认为除了信息外,还有其他因素也会影响价格变化，尤其影响短期价格的变化。他们将价格的有效性定义为价格反映供需突然变化及交易制度的改变，而表现为公平价格(公平是指投资人无法利用现有信息持续获得超额报酬)，Schwartz (1988) 将有效性分为信息效率和作业效率。

(四) 价格稳定性

股票价格的相对稳定性是与良好平稳的经济大环境紧密相连的，保持股价的相对稳定，将股价波动限制在合理的范围一直是股票交易制度设计的目标之一。

造成价格不稳定的因素很多，基本因素只能决定股价的长期走势。为避免由于突发信息和暂时交易失衡造成市场过度反应而使市场基础价格波动过大的情况，人们设计了市场微观控制手段。对交易价格变化幅度进行限制就是其中一种，这种方法是给市场一个冷静期，让市场有时间传播正确的信息并消化这些信息，这样在交易恢复时，经济基本因素便会重新控制市场。

二、流动性目标与其他目标的冲突

证券交易制度的设计应该以各目标最大化为准则。然而,在实践中或在特定情况下，要同时实现这四大目标几乎是不可能的。事实上，交易所为实现某一目标所采取的政策措施很可能干扰另一目标的实现，这样就不得不放弃其他目标或以牺牲其他目标为代价，或者说，某项微观结构的改变，对衡量市场绩效的某些指标有正面影响，但对另一些指标却有负面影响。如以反映市场绩效的市场流动性、有效性、稳定性、透明性作为制度设计的四个子目标($U_i, i=1\sim 4$)，那么最优制度绩效是对四个子目标相机抉择，使其加权平均值最大，即：

$$U_{\max} = R_i U_i = R_1 U_1 + R_2 U_2 + R_3 U_3 + R_4 U_4$$

其中： R_i ($i=1\sim 4$) 为制度设计者对第*i* 个目标 U_i 所设定的权重， $R_1+R_2+R_3+R_4=1$ 。因此，我们在承认若干目标间互利性的同时，也不能忽略交易制度目标间的矛盾。

(一) 流动性与透明性的冲突

流动性与透明性之间的关系较为复杂，两者之间不存在单调性关系。目前世界各主要证券交易所对交易信息揭示的时效性与内容有着明显的争议。对一些以散户为主的市场而言，交易信息的完全公开可增强投资人信心，吸引更多的参与者，提高市场的变现性和流动性，进而提高市场竞争力。此外，提高透明度还有利于主管机关的监管力度，以降低异常交易的可能，减少错误信息和谣言对股价的影响，以达到“公平市”的目标。

但对机构投资者而言，由于交易额大，若把全部信息公布出去，投机者和竞争对手提前买进或卖出，委托人或做市商的交易成本就会大大提高，从而降低做市商承接巨额交易委托单的意愿(或是将买卖价差拉大)，造成机构投资者移往它处，降低交易所竞争力的后果。有些情况下，提高市场透明度反而会使市场流动性受到影响。而如果透明度过高，每个投资人的意向都被市场明了，交易得不到应有利润，就失去了发掘信息的动力，结果将背离价格发现机能的本质，导致市场流动性与效率性的双重损失。

(二) 流动性与稳定性的冲突

一般认为：流动性强、效率高的市场稳定性强于流动不强、效率不高的市场。流动性强的市场交易成本较低，尤其在实施限价报盘交易时，在买与卖之间，偏离实际价值的价格总是自行调节，从而使交易价格趋于稳定。在高效率的市场中，由于新信息的进入，迅速而准确地融入到股价中，即便可能短期内使价格偏离实际价值，但市场会纠正偏离过大的价格，因而最终价格将趋于反映真实价值。

证券市场还存在着大量杂音交易，经常出现对信息过度反应或因其他不法行为造成股价大幅震荡的情况。很多交易所为了平稳市场而采取特别的稳定措施，以便让市场冷静一段时间而消化信息；但这样也阻碍了价格反映信息的效率，妨碍供需之间的互动关系，损害了市场的流动性。而提高市场流动性的代价常常是波动性的增加。

Bernstein 认为，当新信息到达市场时，如想稳定市场秩序，价格将无法立即达到新的均衡，如不控制价格，则价格不连续。在保持稳定的情况下，知情交易商将无法从扭曲的价格中获利，市场流动性会大幅下降，有效性也会下降。在做市商制度中，一般认为由于做市商承担了价格风险，因而可提高流动性，起到平稳股价的作用，但这种短暂的平衡可能导致价格不断偏离其价值及供需真实情况，以至积重难返，不得不大幅波动。

(三) 流动性与有效性的冲突

流动性与有效性在大多数情况下存在正向关系。市场流动性之所以会影响市场效率，是因为市场流动性会导致市场价格的不确定性，而这种不确定性从本质上来说会使得市场价格不能反映所有可以获取的信息，或者使得市场价格暂时偏离市场结清的均衡价格，最终影响市场效率。因此，我们可以通过市场流动性改进市场效率，就是降低流动性的溢价，如买卖价差和市场影响力，降低市场价格不确定性，改进市场效率。

在流动性主要靠杂音者提供的情况下，情况则完全不同。杂音交易者拥有的信息并不完全，交易时容易导致股价偏离均衡价位，提供了流动性，也使价值产生了杂音，使股价的决定无效率。在流动性高的市场中，其变现能力若主要靠杂音者提供，则其价格无效率。

三、各目标在交易制度中的协调

一般来说，政策制定以哪个目标为先，应遵循特定历史时期以及特定条件下的证券市场状况，目的只有一个，那就是趋利避害。根据各国证券市场的实践，协调各目标冲突大致有三种方法：

其一，相机抉择法。即根据具体情况具体分析的原则，有针对性地安排各目标的优先次序或选择主要的政策目标。这样做有利于解决某一时期市场存在的突出问题，必要时甚至不惜牺牲其他目标以保证主要目标的实现。如在1994～1995年间，市场存续问题成为深交所面临的重大问题。当时，深股交易的人数大幅减少，证券商开通深股交易的热情随之降低，市场步入了交易量小，股价波幅小，投资人不愿参与、证券商不愿开通席位，交易量不断萎缩的恶性循环之中。在这种情况下流动性目标就优于其他一切目标。但随着1996年证券市场的火爆以及1997年证券市场风险教育的开展，稳定则成为重要目标，同时亦需要一定的

活跃性以支持国有企业改革任务的完成。

其二，临界点原则。指的是结合本国证券市场对某一问题所能承受的程度，找出临界范围以设计交易制度目标。如把市盈率及价格波动幅度划在一定的倍数范围，如市盈率和价格波幅高于一定倍数，就以稳定性和透明性作为主要目标，如低于一定的倍数，就以流动性和有效性为主要目标。

其三，轮番突出原则。即根据不同时期的市场状况，着眼于突出不同的目标取向，轮番采取不同类型的制度工具，以达到各目标的互利和市场长期绩效的最大化。轮番突出和相机抉择的区别在于，前者是着眼于解决市场的现实问题，属被动应对型的制度设计；后者则着眼于市场的长期发展，建立在科学预测之上，相对比较主动。必须强调的是，尽管不存在被各个市场普遍认同的唯一政策目标，但一般认为，应把市场透明化作为制定交易制度的基本政策目标，这也被国际证券管理组织所认可。事实是，提高透明度有利于主管机关的监督与管制，以降低异常交易的可能，减少谣言对股价的影响，达到建立公平市场的目标。

原作者:杨邦荣

西南财经大学中国金融研究中心徐晓明摘自《现代管理科学》2003 年第 3 期