

试论证券市场的有效性 PDF转换可能丢失图片或格式，建议  
阅读原文

[https://www.100test.com/kao\\_ti2020/41/2021\\_2022\\_\\_E8\\_AF\\_95\\_E8\\_AE\\_BA\\_E8\\_AF\\_81\\_E5\\_c33\\_41716.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/41/2021_2022__E8_AF_95_E8_AE_BA_E8_AF_81_E5_c33_41716.htm)

本文论述了证券市场的有效性，分析了证券市场的运行特点和弱有效市场、次强有效市场和强有效市场对证券市场运行的影响，明确了在不同层次的市场中股价都具有随机漫走的特征。结合当前我国证券市场有效性程度不高的特点，提出应加强监管，保证证券市场公平、有效和透明；引进做市商机制，促进证券市场的良性运行；实行投资组合，提高证券市场的有效性。

### 一、证券市场有效性的基本含义

市场的有效性是指根据某组已知的信息作出的决策不可能给投资者带来经济利润。显然证券市场的有效性是指证券市场效率，包括证券市场的运行效率(efficiency run)与证券市场的配置效率(efficiency allocation)，前者指市场本身的运作效率，包含了证券市场中股票交易的畅通程度及信息的完整性，股价能否反映股票存在的价值；后者指市场运行对社会经济资源重新优化组合的能力及对国民经济总体发展所产生的推动作用能力的大小。有效性的基本假设是证券存在一种客观的均衡价值，股价已反映所有已知的信息，且价格将趋向于均衡价值。这一假设意味着投资者是理性的，其购买和出售行为将使证券价格趋向于其内在价值，且调整到均衡的速度，依赖于信息的可利用性和市场的竞争性。高度竞争且又有众多掌握完全信息的参与者的市场，将会相当快速地调整到均衡；相反只有很少参与者又只具有很不完全的信息流的市场，则可能要经历一个相当缓慢的调整过程。Maurice Kendall在1953年对一个时期股票价格的表

现进行了研究，发现股价的发展似乎是随机的。1965年由芝加哥大学Eugene Fama在《商业杂志》“股票市场价格的行为”一文中提出了有效率市场的假说(EMH, efficient market hypothesis), 指出了市场的公平博弈, 信息不能在市场上被用来获取利润。如果收益是随机的, 市场则是有效率的, 即“随机漫走”的市场一定是有效率的。根据信息对证券市场的反映程度, 可将证券市场的信息分为三种不同层次类型: 历史的信息(证券公司过去的价格和成交量)、已公开的信息(包括盈利报告、年度报告、财务分析人员公布的盈利预测和公司发布的新闻、公告等)、所有信息(包括所谓内幕信息)。

Harry V. Robert(3)根据股票对相关信息反映的范围不同, 相应将市场效率分为三个不同的层次: 弱有效率市场(Weak form Efficiency)、次强有效率市场(Semistrong form Efficiency)、强有效率市场(Strong form Efficiency)。

Eugene Fama进一步对这三种效率市场与信息之间的关系做了阐述, 表明在三种市场中股票的价格都具有随机漫走的特征, 如图1所示。除股票价格反映各类信息外, 交易成本也是判断证券市场金融效率的重要参数, 包括直接的交易成本和间接的交易成本。直接的交易成本如交易佣金、税收等, 间接的交易成本是投资者能否在证券市场上获得有效的信息及投资者是否按自己的意愿买卖股票, 实现理想的投资效率组合。此外, 在证券市场上可供投资者选择的证券投资品种是否丰富, 也会影响证券交易的连续性, 从而影响市场的有效运作。因此金融创新的目的是为了有效地降低交易成本和规避管制, 保证证券交易的连续性, 提高市场的有效性。

## 二、证券市场的有效性对证券市场运行的影响

### 1、证券市场的

运行流动性、有效性、交易成本、稳定性和透明度构成了证券交易制度目标的五个方面(图2)，它们有着既统一又矛盾的辩证关系。证券交易的本质在于证券的流动性，证券通过流动以反映市场化的资本关系，反映特定的财产权利的交易关系，静止不动的资本是无法满足其要求不断增值的本性的。以交易价格的形成过程为主线，证券交易制度划分为六方面内容：(1)交易委托方式；(2)价格形成机制；(3)委托匹配原则；(4)信息披露方式；(5)市场稳定措施；(6)其他选择性手段等。前三项内容是证券交易制度所必须具备的基本要素，其中价格形成机制是证券交易制度的核心。 100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 [www.100test.com](http://www.100test.com)