

证券市场低效率的根源：制度缺陷 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\\_81\\_E5\\_88\\_B8\\_E5\\_B8\\_82\\_E5\\_c33\\_41725.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/41/2021_2022__E8_AF_81_E5_88_B8_E5_B8_82_E5_c33_41725.htm) 1 . 对证券市场低效率研究的一般性回顾。

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中而受到影响，那么就说该市场对信息集是有效率的。换言之，能够有效利用经济、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的三种不同类型将市场效率划分为三种：(1)弱态有效市场(Weak form EMH)：是指信息集只包括价格历史序列中的价格和息；(2)半强态有效市场(Semistrong form EMH)：是指现时的股票价格不仅体现全部历史的价格信息，而且反映所有与公司证券有关的公开有效信息；(3)强态有效市场(Strong form EMH)：是指市场价格充分反映有关公司的任何为市场交易参与者所知晓的全部信息。“有效率市场假说”提出之后，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。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。由于我国证券市场的主体是股票市场，大量证券市场有效性检验主要是以股票市场为检验对象。从中国的现实情况看，市场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；这反映了中国证券市场存在明显阶段性变化。此外，一些学者对中国证券市场若干时间区间的子样本实证分析，结果也说明证券市场效率随发展阶段而不断提高，如吴世农(1994, 1996)、宋颂兴和金伟根(1995)、陈小悦等(1997)。近年来，国内学者对实证支持的中国证券市场弱式有效性判断存在广泛争议。戴国强等(1999)认为，国内学者对市场有效性检验仍主要停留在随机游走模型上，但满足随机游走模型只能是市场有效的充分条件，而非必要条件。魏玉根(2000)认为证券市场有效性应是市场异常收益的随机性，而不是证券价格变动的随机性，并对能否得出中国证券市场弱式有效则应视为一个有待进一步研究的问题。王开国(2001)对中国证券市场复合收益率进行检验，实证结果发现中国证券市场的定价机制不完全，呈弱有效性态式。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，在于如何界定证券市场效率的内涵。

2. 证券市场效率：是市场有效性还是资源配置效率？从金融研究领域，金融效率是一个非常关键性范畴，但目前学术界没有对此给出一个权威性、一致性、明确性内涵。有的学者认为，金融效率是“金融运作能力的大小”；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”。尽管金融效率还没有统一性涵义，但有一点是肯定的，经济学中效率的基本涵义是资源配置效率。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。针对证券市场作为资本市场的主体与核心，学术界对证券市场效率问题的探讨主要是从资本市场有效运行效率角度进行分析的。在有效市场理论中，“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。”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。证券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、证券价格的人为操纵、市场信息的不完全、对潜在投资者市场的准人限制等因素，那么，这样的市场运行肯定是低效率甚至是无效率的。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。证券市场的定价效率，实质就是金融资源的配置效率，是指证券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的信息，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。在有效率的证券市场，价格充分和瞬时地反映着所有可以获得的相关信息，证券价格是资本配置的准确信号，不存在使投资者持续获得高于市场平均收益率现象；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涵义，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涵义上讲，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)证券市场低效率根源：制度变迁中的制度缺陷 1. 前人的研究：市场有效性的视角。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。由于中国证券市场发育不全，学术界对证券市场有效性的分析主要集中于股票市场的检验。早在中国股票市场成立之初，学术界就开始对中国证券市场效率进行考察，指出“上海及全国的证券市场发育还不成熟，其作用力度必定有限”，证券市场效用“主要表现在筹集资金的单功能方面，对优化产业结构和促进企业管理、提高效益等方面的功能，难以充分发挥”。通过对中国股票市场的非有效性进行研究，认为“中国股票市场的非有效性，在相当程度上是由市场的结构性因素所致”，例如处于发育阶段的股票市场的弱小性与单薄性；非均衡的供求关系，法规与管理的探索性等原因。这种非有效远离竞争状态的股票市场，极易导致市场信息传递的结构性与技术性阻碍，从而少数市场信息操纵者可能以牺牲大多数市场参与者的利益，长期地获取超额利润，而扭曲的财富再分配则会进一步恶化市场运作机制并加剧股价波动。在此基础上，俞乔提出了政府干预不完善市场的合理性，即当市场运行并不具备有效性，信息传递存在极大阻碍和代价时(市场结构远离完全竞争状况，存在不同形式的“垄断信息”)，资源分配则并非最优，政府的市场干预便具备了合理的经济学基础。吴世农则提出，“证券市场效率一般指的是证券市场调节和分配资金的效率，即证券市场能否将资金分配到最能有效使用资金的企业，”“证券市场效率的高低是衡量证券市场信息分布和流速、交易透明度和规

范程度的重要标志，也是证券市场成熟与否的重要标志。”通过检验证券价格得出中国证券市场在特定阶段符合弱型有效的结论。陈小悦(1998)从证券市场会计信息的真实程度的角度出发，验证了中国证券市场的股票价格尚未及时反映所有的公开信息，实证分析了中国证券市场已经达到弱式有效，但未达到半强有效。王开国(2001)在考察中国证券市场效率问题时指出，造成我国证券市场低效率的根源在于信息传递能力与价格形成机制。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。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)