

中国证券市场低效率的制度分析 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__E4_B8_AD_E5_9B_BD_E8_AF_81_E5_c33_41736.htm

一、问题的提出证券市场效率，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中是有效率的。换言之，能够有效地利用经济、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中的三种不同类型将市场效率划分为三种水平：(1)弱态有效市场(weak form emh)：是指信息集中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)：指现时的股票价格不仅体现全部历史的价格和息，而且反映所有与公司证券有关的公开有效息；(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息。有效率资本市场理论提出之后，引发了大量关于反映在证券价格中的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有效的资本市场有效理论。但是，强态有效市场理论并不成立。随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。从中国的现实情况看，股市有效性的检验主要集中于是是否弱式有效，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，这反映了中国股市存在明显阶段性变化。此外，一些学者对中国股市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。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，这一指标对中国证券市场的效率能否具有完全的解释能力。本文认为，理解这一问题的关键，在于如何界定证券市场效率的内涵。

二、证券市场效率是市场有效性，还是资源配置效率？在经济学著作和统计中，金融效率是一个非常关键的因素，但目前学术界没有对此给出一个权威、一致、明确的内涵。尽管金融效率内涵还没有统一性涵义，但有一点是肯定的，即经济学意义上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。针对证券市场效率问题，学术界从资本市场有效运行效率角度进行分析。在有效资本市场理论中，“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。”[《新帕尔格雷夫经济学大辞典》，第2卷，第346页。]然而在具体分析上，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)的市场两

种类型。资本市场的运行效率是指证券市场价格是否有效、完全、准确的反映市场信息，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、股票价格的人为操纵、市场信息的不完全、对潜在投资者市场的准入限制等，那么，这样的市场运行肯定低效率甚至是无效率的。同样，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。资本的定价效率，实质就是金融资源的配置效率，是指资本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去。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。证券市场定价效率的研究集中在股票价格反映的数量和质量上，在有效率的资本市场，价格充分和瞬时地反映着所有可以获得的相关信息。金融资产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，它只能使投资者的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在交易费用之内。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证实，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。同样，按照资本市场有效理论，中国

证券市场效率是低效，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？本文认为，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，即资源动员能力上讲，中国证券市场在短短的10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上建立起来。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，还不能有效地反映市场信息，股票市场资源配置的定价机制与信息机制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。

三、证券市场低效率根源：制度变迁中的制度缺陷

如前所述，中国证券市场低效率问题，已经进入我国理论界研究的视野。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，但大量对证券市场低效率的分析，基本是从市场有效性理论的视角进行研究的。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？本文认为，对于这一问题显然是不能简单下此结论，关键是考察市场效率、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问题的根本原因。尽管市场有效性理论、中国证券市场低效率和制度性缺陷问题，都早已引起国内学者的充分重视。但是，目前学术界并没有从三者之间的内在联系与相互作用机制，来解释中国证券市场的低效率问题。这也正是本文在此领域所做的尝试和探索。如前文所述，证券市场效率归根结底是社会资源的配置效率。大家知道，社会资

源的配置方式按照配置机制的基础作用不同可以划分为两种，即以市场机制为基础的市场经济体制或以计划机制为基础的计划经济体制。证券市场制度作为市场化产物，是依靠市场机制来发挥其内在功能，通过市场运行机制与定价机制来实现社会资源的有效配置，其作用过程可以概括为：市场运行效率—市场定价效率—资源的有效配置。按照市场经济作用机制，证券市场的有效运行实施对市场信息予以反映，以市场为导向，发挥市场对社会资源的动员作用与配置效能。通过市场定价效率，实现价格信号的有效传导，既保证市场价格的合理形成，又能够实现资本的高效流动。就整个经济体系而言，是保证资本流向收益最高的企业，以此实现经济资源的优化配置并促进国民经济健康稳定发展。因此，只要市场是有效率的，市场机制的作用就能够充分发挥，通过市场运行机制和市场定价机制，将资本配置到边际效率高的项目之中，社会资源的有效配置就可以实现。因此，在完全市场条件下，市场有效性可以通过信号传导与价格形成机制，实现资源的优化配置。由此可见，在完善市场制度的前提下，市场效率可以用来衡量证券市场效率，即社会资源配置效率。而考察我国证券市场制度，其建立的初衷是改革设计者在为中国经济快速发展寻求持续资本供给，而这本身就是在计划经济向市场经济安排中实现的一项重大突破。在这样的初始条件下，政府对证券市场制度安排起着举足轻重的作用。计划经济特定路径的惯性，使政府依旧对全社会资金的配置进行强有力的干预，从而保证其执行产业政策、实现赶超战略所需的足够资本。由于行政力量作用于证券市场运行，既定制度安排下的信息难以发挥其内在的传导作用，造成

市场行为的扭曲，以至证券市场运行的效率过低，定价效率也不可能有效发挥，因而难以做到市场机制下社会资源的有效配置。可见，中国证券市场低效率，不是市场本身错了，而是市场运行机制发生了扭曲，在证券市场运行中其内在机制不能有效地传递信息。而市场机制是依靠“信号”传导机制发挥作用的，在我国经济转轨中，两种力量作用共生的条件中，“信号”的形成本身就不可避免地发生扭曲，不同机会利益者在体制变革或制度变迁中，便利用不完善的制度安排来获取潜在的机会利益，进一步损耗了制度效率。通过解析中国证券市场效率，不难发现制度缺陷是中国证券市场低效率问题的根源所在。那么，作为本文研究的主题，证券市场的制度性缺陷应该是什么，如何对证券市场制度缺陷内涵进行合理界定，成为一种必要。本文认为，所谓制度性缺陷，是指在证券市场发展初期，由于受初始条件的制约，证券市场的制度设置与制度安排的不完全，旧体制内涵因素作用于市场运行，造成证券市场运行效率降低，证券市场价格形成机制扭曲，无法有效反映市场信息，从而严重弱化了证券市场资源配置功能。从证券市场制度缺陷内涵分析，这一范畴并不是一般性制度范畴，而是与特定的社会经济体制相联系的。中国证券市场的制度性缺陷，根植于传统计划经济金融体制向市场经济金融体制过渡中产生的。在此需要指出的是，制度缺陷有别于市场缺陷，但不能同市场缺陷完全相割裂。中国证券市场的制度缺陷，是证券市场发展内在性规律与政府强制性制度变迁之间的内生性缺陷。制度性缺陷作用于市场机制，并引致市场运行的扭曲化，使市场本来的运行机制并不能有效发挥出来。以外部生成作用于内在市场运行

，信息处理渠道受阻，无法实现信息的有效反映与传递，资本市场行为扭曲，减弱了证券市场资源的内在配置能力。

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