

JINGJI FAZHAN ZHONG DE
ZIBEN SHICHANG SHENHUA

经济发展中的 资本市场深化

主 编 戴园晨 李 树
副主编 郭来生 张宗新



经济科学出版社

经济发展中的资本市场深化

主 编：戴园晨 李 树

副主编：郭来生 张宗新

经济科学出版社

责任编辑：袁庆海
责任校对：杨晓莹
版式设计：代小卫
技术编辑：王世伟

经济发展中的资本市场深化

主 编 戴园晨 李 树

副主编 郭来生 张宗新

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

河北三佳集团印刷厂印刷

河北三佳集团装订厂装订

760×990 16 开 23.75 印张 380000 字

2002 年 6 月第 1 版 2002 年 6 月第一次印刷

印数：0001—3000 册

ISBN 7-5058-3084-8/F·2451 定价：37.50 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

图书在版编目 (CIP) 数据

经济发展中的资本市场深化/戴园晨, 李树主编. 北京: 经济科学出版社, 2002.6

ISBN 7-5058-3084-8

I. 经… II. ①戴…②李… III. 资本市场—研究—中国
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 042428 号

序 言

资本市场深化，是改革开放以来中国要素市场发展诸多变化的一个方面。研究资本市场深化，对推进中国资本市场发展具有重大的理论价值与实践意义。

在中国资本市场深化中，既存在市场经济国家金融市场发展的一般特性，又存在中国市场经济转轨的特性。因而，对于正处于市场化改革进程中的中国而言，资本市场深化是一个非常重要的研究领域。这一研究包括资本市场运行、证券市场效率、股市泡沫、资本市场结构、证券市场制度缺陷与制度创新、证券公司核心竞争力、上市公司股权优化、金融工具与衍生产品开发、资本市场国际化等等。现在，呈献给大家的这一本书，就是对上述领域进行的理论研究，它主要由国家社会科学基金项目、中国证券业协会重点科研课题、东北证券公司金融与产业研究所研究课题报告组成。

本书的研究框架由相对独立而在内在逻辑上相互关联的三部分构成，即资本市场运行篇、资本市场主体篇和资本市场深化篇。这三部分从不同的角度，对中国资本市场深化进行探索。

第一部分，资本市场运行篇。着重从理论层面对中国资本市场运行进行探讨。十年来，中国证券市场的发展是快速的，但仍处于初级发展阶段，还存在一定的内在缺陷与问题。针对证券市场的问题，是“推倒重来”还是“像爱护新生婴儿那样呵护”，一直是证券市场争论的热点。本书在对这些问题进行研究的过程中，没有去讨论资本市场是否应该“推倒”、“重建”或“呵护”，而是从中国资本市场深化的视角，从中国资本市场发展这一主线出发，一方面深刻剖析当前中国证券市场的内在制度缺陷、股市泡沫的生成机理等问题；另一方面，针

对资本市场存在的问题进行研究和探索,提出了加强证券市场制度建设,优化资本市场结构,推进证券市场制度创新的思路。在这些问题的研究过程中,取得了大量科研成果,其中《股市泡沫生成机理以及由大辩论引发的深层思考——兼论股市运行扭曲与庄股情结》(戴园晨《经济研究》2001年第4期,第41~50页)、《中国证券市场制度风险及风险防范》(张宗新、姚力、厉格非,《经济研究》2001年第10期第60~66页),曾引起证券界和学术界较大的关注。

第二部分,资本市场主体篇。着重对中国资本市场主体的发展进行研究。上市公司、证券公司、投资基金等资本市场主体,是资本市场的主要参与者。规范与发展资本市场,是中国证券市场发展的主题。其中,资本市场主体的发展与建设,是这一主题的核心。在资本市场主体的建设上,关键是进一步夯实上市公司这一微观经济基础,规范上市公司行为,通过股权结构优化,根本改变国有股权虚置状况,提高公司治理绩效;推行股票期权制度,解决上市公司激励约束相容问题,强化上市公司经理激励;大力发展债券融资,矫正畸形的融资结构,消除中国资本市场上股权融资的“免费资本”幻觉,优化上市公司资本结构;构建证券公司合理的发展模式,培育证券公司核心竞争能力,适应证券市场开放条件下的WTO挑战。

第三部分,资本市场深化篇。资本市场发展,必然面临资本市场的深化。资本市场深化的重要环节是创新金融产品,积极引进金融衍生产品与衍生工具,大力发展开放式基金,培育机构投资者及其理性投资理念,优化投资者结构与资本市场结构;开展股票指数期货,规避市场单边风险,构建有效率的证券市场;积极推进中国证券市场融自制度创新,是中国资本市场持续健康发展的必然选择。

作者在进行本书课题研究时力争从以下三个方面努力:

一是研究专题的前瞻性。本书研究的课题,都是国内资本市场的热点,也是中国资本市场发展中亟待解决的问题。参与本书课题的研究人员力求用现代经济学研究方法对上述课题进行剖析,将资本市场的现实问题研究和未来的超前研究结合起来,将对资本市场运作状况研究和对资本市场基础理论研究结合起来,以期在中国资本市场深化研究中把握住研究的前瞻性。

二是研究专题的理论深度性。推进中国资本市场发展与深化,不能浮于问题表面,而要注重深层的挖掘。这些研究报告不仅在涉及国外对

这些问题的最新进展，而且深刻剖析中国资本市场的内在症结，抓住中国资本市场深化中存在问题的实质，深入挖掘问题根源，提出切合实际的政策建议。

三是研究领域的广泛性。它既包括证券市场运行，如证券市场制度缺陷、股市泡沫分析，又包括资本市场的主体，如上市公司股权结构优化，推行股票期权制度，证券公司发展模式构建和核心竞争力提升，发展开放式基金培育机构投资者等；既有资本市场现实性问题，又包括资本市场发展与深化问题；既包括股票市场，又包括国债市场和基金市场等。因此本书既适合证券界的实务操作者，又适合高等院校、券商研究机构等科研部门的研究人员。

总之，本书作为资本市场前沿课题研究理论报告，所进行的研究是中国资本市场深化的理论探索，有着开拓挖掘资本市场的理论价值和现实意义，这对于推进中国资本市场的建设以及提高资本市场的理论研究水平，肯定会有所裨益。当然，本书作为开拓性和探索性的科研报告，也一定存在某些不足和欠缺之处，希望阅读本书的朋友，多提批评意见，共同推进中国资本市场深化发展。

戴园晨

2002年4月20日于北京拾弥斋

目 录

序 言	戴国晨 (1)
-----------	-----------

市场运行篇

证券市场泡沫、生成机理及辨析	戴国晨 (1)
一、证券市场泡沫与财富效应辨析	(1)
二、证券市场泡沫生成机理分析	(5)
三、证券市场泡沫的测度	(13)
四、证券市场交易行为扭曲的助推	(14)
五、规范整肃与庄股情结	(17)

中国证券市场制度缺陷与风险防范

.....	张宗新、姚力、厉格非 (20)
一、证券市场低效率的根源：制度缺陷	(20)
二、中国证券市场制度缺陷的实证分析	(32)
三、证券市场制度风险的生成机理	(46)
四、制度创新：化解制度风险的路径选择	(60)

建立无缝隙的资本市场结构

一、引 言	郭来生 (76)
二、建立阶梯型无缝隙资本市场结构的必要性	(77)
三、对全球资本市场交易所组织结构的模式透视	(80)
四、完善和优化我国资本市场结构的基本思路和途径	(84)

五、结 论.....	(98)
------------	--------

中国证券业结构、效率和券商经营模式	赵 旭 (99)
一、中国证券业市场结构的实证分析.....	(100)
二、对中国证券业市场行为与市场绩效的现实考察.....	(108)
三、证券业的市场绩效分析.....	(113)
四、证券公司效率实证分析.....	(119)
五、中国证券业市场结构、效率和绩效关系分析.....	(125)
六、证券公司经营模式评析与选择.....	(127)
七、结论与政策建议.....	(145)

市场主体篇

股权结构优化与上市公司治理绩效的提高	李树、张宗新 (147)
一、股权结构与公司治理绩效关系的理论分析.....	(147)
二、我国上市公司股权结构现状和由此引发的问题.....	(153)
三、上市公司股权结构与治理绩效的实证分析.....	(160)
四、股权结构优化对上市公司治理改进的绩效分析.....	(167)
五、上市公司股权结构的合理安排：法人股相对控股模式	(172)
六、结 论.....	(177)

证券公司构筑和提升核心竞争力的途径	焦志常 (181)
一、证券公司发展的跨世纪选择：构筑和提升核心竞争力	(181)
二、公司核心竞争力的一般理论.....	(190)
三、证券公司构筑和提升核心竞争力的途径选择.....	(193)

上市公司开展债务融资研究	姚 力 (209)
一、上市公司股权融资偏好的实证分析.....	(210)
二、债务融资和股权融资的成本和效率.....	(215)
三、公司债务融资的财务经济学解释.....	(222)
四、债务融资受冷落的制度性原因.....	(229)

五、发挥公司债务融资功能的政策建议	(233)
股票期权：公司经理人激励机制的一种设计	吕 日 (242)
一、激励问题的提出	(242)
二、国有企业经营者激励约束机制现状分析	(247)
三、股票期权：公司经理人激励机制的一种突破	(250)
四、股票期权的定义及简要分析	(254)
五、实践和推行股票期权的各种障碍及对策和建议	(262)
六、股票期权制度的关键性技术设计	(267)

市场深化篇

开放式基金的理论与实证分析	郭来生 (275)
一、开放式基金运作的环境与制度安排分析	(276)
二、开放式基金运作、业绩评价与实证分析	(283)
三、对开放式基金费率的认识	(288)
四、我国开放式基金的发展策略	(293)
经济转型期的中国证券融资制度创新	张宗新 (301)
一、融资制度变迁：一个简单的历史分析框架	(301)
二、中国证券融资制度的兴起	(306)
三、中国证券市场融资制度的效率分析	(312)
四、证券市场融资制度创新的动力与原则	(317)
五、证券市场融资制度创新的路径分析	(326)
资本市场深化中的股指期货市场选择	张宗新 (336)
一、股指期货：资本市场深化中的金融创新	(336)
二、开展股票指数期货的模式选择	(346)
三、股票指数期货合约的设计	(352)
四、股指期货合约的投资策略选择	(361)

证券市场泡沫、生成 机理及辨析

戴国震

一、证券市场泡沫与财富效应辨析

中国股票市场兴起 10 余年，这中间股票价格的飙升，曾经使得一些人一夜暴富；而股票价格的暴跌，又使得一些人折戟沉沙，由腰缠万贯变成一贫如洗。面对着股市的风风雨雨、升降起伏，经济理论界议论纷纷，把股价飙升看成股市的不正常现象，对股市“泡沫”提出警告，希望股票价格向它的内在价值回归，此种声音 10 年来不绝于耳。

股票有泡沫的说法由来已久，早在 1852 年，苏格兰史学家查尔斯·麦凯在他写的《非同寻常的大众幻想和群众性疯狂》一书中，就曾经生动的描绘过发生于 17 世纪和 18 世纪的荷兰郁金香风潮、法国密西西比泡沫、英国南海泡沫这些历史事件中操纵策划者的欺诈和市场参与者的狂热。在 1720 年发生在英国的“南海泡沫”事件中，股票的购买可以分期付款。例如，4 月份发行的股票每股 300 英镑，可以先付 60 英镑，其余分八次付清。一个月内股价飞涨至 550 英镑，而且涨势依存。如此好的机会使南海公司又于 6 月份推出新股，而且付款方式更为优惠——先付 10%，一年之内不必再付。公众对南海公司股票购买已达到疯狂的程度。国王和半数以上的国会议员都认购了股票。公众异常高涨的购股热情，诱使公司不断发行新的股票，以至于各式各样的公司如雨后春笋，纷纷登台。主营业务从专门建造、生产对付海盗的船只到淡化海水、用木屑制造木板，甚至从铝中提炼银子等等。但 8 月份以后，股价一泻千里、股票持有人纷纷被套牢。受害者还包括大物理学家牛

顿，他感叹道：“……我能测算天体运行，但无法揣度人们的疯狂……。”“南海泡沫”事件使英国国会在1720年通过了《英国泡沫法》(The British Bubble Act)，禁止公司自行发售股票，以保护公众免受投机行为带来的危害，直到1925年该法被废除为止。^①

类似的状况，在中国历史上也曾出现过。90年代初股市刚兴起时，中央财经大学的刘光弟教授就曾经谈及，在抗日战争时期，上海巨商黄楚久在大世界游乐场里办过日夜银行和日夜股票交易所，许多小职员和店员、工人把血汗钱投进去，结果被骗赔本、抢天呼地，欲哭无门。不仅如此，抗日战争胜利后，上海股票市场中，有官僚资本背景的“南京帮”和上海的亨鼠牌大肆斗法，其中的亨鼠牌用对敲手法哄抬股票价格，诱使散户跟进再脱身来操纵市场。他以史为鉴，联系当今上海证券市场中的操纵案例，认为此风不可重来，应进行理论批评。后来他果真付诸实施，成为我国重开股票市场以后最早的对市场泡沫行为进行公开批评的先河。后来随着对证券市场认识的深化，对股市泡沫的批评不断增多。总的观点认为，股市“泡沫”形成的虚假繁荣不可取，一旦“泡沫”破灭，给经济造成的危害将极其严重，因而主张及早采取措施，使“泡沫”不至膨胀得过大。

1999年以后，理论界提出了股票市场的“财富效应”概念，论者以美国近10年道·琼斯指数和纳斯达克市场指数节节上扬为例，指出，证券市场中证券价格的飙升使投资股票市场的人增加了财富，并因此带动消费增加，从而通过消费的增长刺激经济，形成股票市场和宏观经济的良性循环。根据这种原理，部分观点主张我国也应当刺激股价上扬以利用“财富效应”调控宏观经济。从我国1999~2001年的实践看，“财富效应”理论被接受，原来的一些旨在限制资金进入股市抑制股市上扬的措施已见松动，随着社会资金源源投入股票市场，股票市场筹资融资能力比过去增强了许多，股票市场价格曾一度节节攀升，在某种程度上确实让人们觉得“财富效应”产生了。

股票市场“财富效应”通常是以股票价格指数的升降来测度的，2001年7月19日上证指数突破2000点，7月26日收盘指数站稳2000点，媒体大肆鼓吹，华尔街知名证券商美林证券也发表评论，说2000年上半年，中国股市以47%的涨幅成为全球最佳投资场所。但也应该

^① 参见[美]B.G.马尔基尔：《漫步华尔街》，四川人民出版社1994年版，第18~23页。

看到，“财富效应”理论和“泡沫”理论其实是连通的，是观察同一事物的两种不同角度。“财富效应”理论描述的是在股票市场价格持续上扬阶段所起到的鼓励投资、活跃人气和活跃经济的积极作用。在击鼓传花过程中，只要鼓声不停，笑声和欢声便会时时泛起，引诱股票市场参与者进去以博取“财富效应”。“泡沫”理论描述的则是股票市场价格不断上扬会越来越脱离上市公司经营业绩的实际，泡沫越来越大越稀薄，遇风吹草动股价狂跌，便会因泡沫破灭引发危机，这也是击鼓传花总有鼓声停息的时刻。股指突破 2000 点乃至 2100 点以后，究竟是“财富效应”增大还是“泡沫”吹大，是很值得深入研究的。

从中国股市股票价格起伏波动的历史经验来看，当股价指数创新高之后，能否站住或能否继续上攻，关键在于抛盘大小，如果持有大量股票的机构锁住仓位，不要求变现而甘心于账面上赚得很多的纸上富贵，抛盘小于买盘，那么，股价虽处于高位，但仍能长期维持下去。当机构手中握有 1000 多亿元的账而利润时，有着许多已经拉升面成交量未放大的个股，大盘的下挫会对主力盈利构成真正的威胁，这是支撑指数上扬的“多头联盟”。其深层原因是大量筹码难以抛售造成主力锁仓，机构见下档无人承接又往上拉。市场上盛行的“坐庄和跟庄”，只能在较低位置才能达成，一旦个股处于高位，没有哪一只个股能在顶部顺利出货，大多需在远离高位的某一位置派发。从某种意义上讲，账面盈利有一部分是虚拟的。要锁住不卖、账而利润才不会缩水。如果机构急着抛售变现，那就会出现另一种状况，“泡沫”论便显成功了。2001 年 9 月上旬出现的股价大幅震荡，正是抛售低价变现还是锁仓保持账面高价两种思路的争夺。所以，真正的股市“财富效应”，还是要靠宏观经济的好转和上市公司经营业绩的好转，才能夯实股市的基础。

针对股票价格的升降起伏，传统和现代主流经济理论基本都将股价飙升看成股市中的不正常现象，对股市“泡沫”提出警告，希望股票价格向它的内在价值回归。国际经济理论界认为，商品价格以它内在价值为基础，理性行为主体的活动不会引致“泡沫”，这本来是自李嘉图以来古典和新古典经济学的主要命题，同时也是马克思主义经济学的命题。经济理论主张，在分析股票价格时，要注意到股票证券买卖和商品买卖有所不同，普通的商品都是劳动的结果，它的价值来自于生产该商品所投入的劳动，包括物化劳动的转移和活劳动的固化。因此，其价值的大小取决于“生产该商品所花费的社会必要劳动时间”。证券是根

据法律规定发行的代表对财产所有权的收益权的一种法律凭证，有价证券本身并没有价值，不是真正的资本，而是虚拟资本。投资者用货币购买证券，货币的使用权就转为由证券的发售者所掌握，投资者持有证券只是证明有一定金额的资产或资本价值为他所有，此券可以定期或不定期取得一定收入，并且可以通过出卖证券把证券还原为一定数额的货币。虽然证券属于虚拟资本，本身并没有价值，但它代表了对一定数量的现实资本占有权，可以用来买卖，因而具有交换价值。而且，由于它还代表了对所占有的该部分现实资本收益的所有权，所以其交换价值不仅取决于它所代表的这部分现实资本的大小，还与这部分现实资本的收益能力有关，是现实资本和收益能力两者的综合结果。

还需要指出的是，股票交易这种虚拟资本及其获利能力的交易，对交易中的买方而言，不只是投资即期证券所代表的资产的价值，更重要的是投资对于未来的预期。投资价值的大小，取决于它给投资者所带来预期收益的高低，证券给投资者带来的预期收益越高，其投资价值也就越大，反之则价值越小。根据收入资本化定价法的基本原理，任何资产的“真实的”或者“内在的”价值是该资产的所有者或投资者持有该资产期间所能获取的现金流量。由于现金流量属于投资者对该资产在未来持有期内表现的一种预期值，它们必须经过贴现还原为现值，以反映货币的时间价值。根据这一原理，证券的投资基本上受两个方面因素的影响：一是贴现率的高低；二是投资该证券的预期回报。

从经济学意义上分析，股票是有其内在价值的，其价值由以下三因素构成：其一，持有股票获得的回报，如股利；其二，在期限终了时股票的终值；其三，用于把未来回报转换为现值的贴现率。正是在这种“收益资本化”的理念指导下，得出了许多经典的股票估价模型。而由此使一些经济学家认为，买卖股票和买卖商品一样，在理性预期条件下不会发生“泡沫”。其分析的论据是：第一，从投资者逐利行为来考察，股票将按持有者所获得的回报来定价，假设经济中最终的交易时期为 T ，那么在 $T-1$ 时期，经济主体不会以高于在 T 期股票收益贴现值的价格来购买股票，因为如果他这样做就会遭受损失。因此在 $T-1$ 时期，泡沫不可能存在，类似地，通过后向递推（Backward Induction）会得出泡沫不可能在整个时期的任何一个时点存在。第二，一定时期的股票价格上升可能会使投资者产生投资冲动，但考虑到经济社会中财富的有限性，从而总存在一个时点，在此时点上，为了支持泡沫所必须的

股票实际价格将会超过经济的总财富，无疑在那个时刻，泡沫必将破灭，从而在那个时点以前的时点，没有一个交易者愿意去购买股票，再次通过后向递推判定泡沫不可能出现。第三，参与股票买卖的交易者的数量终究是有限的，尽管会有高风险可以由高回报来补偿的诱惑，可是只要其中有着“风险厌恶型”的参与者，那就会产生连锁影响。使得这种“游戏”进行不下去，从而有限交易数量条件下作后向递推分析也得出“泡沫”不会产生的判断。显然，这些分析的前提条件是股市投资者由理性投资主体所组成，当股票市场上的投资主体中有一部分乃至大部分是非理性的时候，出现股价泡沫就在所难免。

二、证券市场泡沫生成机理分析

（一）信息不充分、不对称，使非理性投资主体大量产生

把股票市场上的投资者都当作是理性投资主体，是与有效资本市场的理论假设相联系的。将有效资本市场假设理论应用于股票市场，可以得到这样一个结论：在一个有效的股票市场上，股票价格曲线上的任一点的价格均最真实、最准确地反映了该股票发行人在该时点的全部信息。由此可以推断，如果股票市场是有效的，那么，任何一个在该市场上交易的股票的实际发行价格，都应当全面反映该股票的价值，而该价值是所有投资者通过对该股票发行者的所有信息的判断而取得的。所谓“有效”是指价格对信息的反映具有很高的效率，这一高效率不仅仅是指价格对信息反映的速度，即及时性，而且还包括价格对信息反映的充分性和准确性。

要使这个有效的市场在现实中得以建立，还需要有四个条件。首先是信息公开的有效性，即有关每一支股票的全部信息都能够充分、真实、及时地在市场上得到公开。其次是信息从公开到接收的有效性，即上述被公开的信息能够充分、准确、及时地被关注该股票的投资者所获得。再次是信息接收者对所获得信息做出一致的、合理的、及时的价值判断。最后是信息的接收者依据其判断实施投资的有效性，即每一个关注该股票的投资者能够根据其判断，做出准确、及时的行动。如果股票发行市场具备了这四个条件，那么，无论是发行者还是投资者，对所发

行股票的价值认识都是一致的，结果，市场形成的价格是买卖双方都认可的价格。一旦股票市场具备了这四个条件，那么任何人都不能从股票差价上获得收益，只能从企业盈利上获得收益。而且，不论投资者投资何种股票，投资的回报率都将是一样的。

然而，以上四个条件执行时却由于种种约束难以兑现，表现为：第一个条件：信息公开的有效性。这是一个以发行者为主的主观条件。一是作为股票发行者，不会这么做，因为他的目的是希望投资者购买他发行的股票，因此，就会本能地向投资者宣传甚至夸大企业及其股票的优点，而对其存在的问题则避而不谈甚至有意歪曲掩饰。二是有关企业的某些信息可能对其竞争对手有利，不能公开或不能完全公开。三是信息披露会产生一定的成本，尽可能降低信息披露成本的心理使得企业不愿意完全、及时地公开信息。由于这三个方面的原因，使得信息公开的有效性受到一定程度的限制。第二个条件：信息从公开到接收的有效性。这个条件受各种客观因素的影响，由于信息披露的程序、信息传播的方式、技术手段等一系列客观条件的限制，会使已经公开的信息不能完全、及时地被投资者所接收，信息传播和接收的有效性受到一定程度的限制。第三个条件：投资者对信息做出判断的有效性。由于投资者的生活环境、社会背景各不相同，会形成不同的价值标准。同时，由于投资者所接受的教育程度不同，对股票投资专业知识的掌握不同，从而使得投资者具有的信息判断能力也就不同。由于这两方面的原因，不同的投资者对相同的信息会做出不同的判断，从而使得信息判断的有效性受到一定程度的限制。第四个条件：投资者实施投资决策的有效性。这个条件主要受投资者在实施投资决策过程中各种客观因素的影响。由于投资者进行交易的地点、实施交易的操作方法和操作条件、完成交易的技术手段的不同，投资者实施和完成投资决策的难度各不相同，从而会影响到投资决策实施的有效性。

以上所讨论的股票市场信息的约束条件，仅仅是指上市公司的信息。而在现实生活中，影响股票价格的因素非常之多，股市中存在的的不确定性因素非常之多，既有上市公司业绩好坏和股市买者卖者力量对比的内在不确定性，还有着宏观经济走势和宏观政策动向的外在不确定性，有着监管部门对新股上市规模和进度安排以及历史遗留问题处理的随机调节的不确定性。正因为不确定性非常之多，股市操作者便需要获得各种各样会引起股价波动的信息，从而对股市价格走势和股价变化做

出自己的预测，并据此进行操作。

信息对于股市参与者之所以重要，在于信息是有时效性的。先期获得利好信息者，可以抢先在低价时调集资金买进股票，获得信息滞后的便只能在股价已经启动之后再跟风追涨，信息获得在时间上的不一致使两者在获利多寡上相差悬殊；而能够先期获得利空消息，及早抛售可以避免损失，至于信息获得滞后者则只能割肉平仓或者被牢牢套住。股市参与者掌握了信息，才能心明眼亮，游刃有余。

一条消息引起股市价格大幅度波动在世界各国都存在，信息掌握的地位差别，机构大户利用自己所处地位炒消息，在中国表现得相当突出，散户、中户、大户、机构主力在信息掌握的地位上差别相当大，他们之间在信息源的广度、深度上有天壤之别，在获得信息的时间序列上有早迟之分。信息获取上的巨大差异，使得散户有如“盲人骑瞎马”，只能跟“风”，股价的上拉下压主要取决于机构主力的操作。但机构主力并不可能任意拉抬或者打压股价，而是利用自己在掌握信息上的优势地位，把信息作为炒作题材，强化同频振荡力度。这样，信息掌握上的不均等地位，信息披露的不充分，信息渠道的不畅通，给机构大户创造了充分的炒作空间。所谓炒朦胧题材，就是炒的信息未公开时的由朦胧形成的不确定性。其中有的是先期获得信息以之获利，有的则是制造虚假信息以之牟利。正因为这样，有效资本市场的理论假设，在实际生活中是不存在的，它往往表现为半强式有效市场、弱式有效市场乃至无效市场。由于信息的不对称性，缺乏信息的投资者不可能根据信息进行股票买卖的理性决策，从而使非理性投资群体成了股市活动的主体。

（二）证券市场上投资行为的非理性——常态泡沫及非常态泡沫产生的条件

非理性投资行为产生的基本心态是以资金投入后必然会获得高回报而不承认、不相信会有高风险。然而，股票市场和商品市场有相同的一面，价格的变动都以它的内在价值为基础，但它们之间又有不同的一面，商品市场中买主购买商品是为了消费，不存在逐利动机。股票市场买主购买股票是为了获利。获利可以从股票的分红派息、送股、赠股等形式中取得的投资收益，也可以是从股票价格上涨的差价中取得投机收益。如果股票市场的参与者都是前一种人而无后一种人，股票价格确