

东陆



学库

英、美、日资本市场效率比较研究

霍学文 著

云南大学出版社

东陆  学库

英、美、日资本市场效率比较研究

霍学文 著

云南大学出版社

责任编辑:熊晓霞

封面设计:徐 辉

责任校对:朱光辉

英、美、日资本市场效率比较研究

霍学文 著

*

云南大学出版社出版发行

(云南大学校内)

云南省地矿局印刷厂印刷

*

开本:850×1168 1/32 印张:7.625 字数:200 千

1997 年 5 月第 1 版 1997 年 5 月第 1 次印刷

印数:0001~1000 册

ISBN 7-81025-754-4/F·121

定价:17.00 元

《东陆学库》缘起

云南大学是一所历史悠久的学校,它的前身东陆大学创办于1922年,至今已有七十余年。七十余年的发展,经历过许多光辉。尤其在三、四十年代,著名数学家、教育家熊庆来教授出任校长,仿照“清华模式”,致力于高水准综合大学的建设,先后聘请了一大批名家执教云大。顾颉刚、楚图南、吴文藻、冯友兰、费孝通、白寿彝、潘光旦、刘文典、尚钺、向达、吕叔湘、姜亮夫、吴晗等等,一时英才荟萃,蜚声海内外。1946年,英国《简明不列颠百科全书》把云南大学列为中国十五所世界著名大学之一;1980年和1986年该书两次修订再版,云大仍跻身其中。

与自己学校深厚的历史相比,云南大学出版社是一个年轻的学术出版机构,社龄不过校龄的十分之一。但云大出版社沾润学校深长的学术传统,以弘扬学术、推进文明建设为己任,在谋求经济发展的同时,孜孜以寻自身立足学界的社会价值。

正如名校要靠名师的支撑,办好一个大学出版社,必然要以优秀的学术著作作为社的标识和旗帜。学术是兼收并蓄,博采众长的事业,学术著作的出版并非囿于一地、一隅之功,云大出版社也应放眼全国,出版一批高层次、高质量的学术著作。于此萌发了建立东陆学库之想,旨在收集一批治学严谨、功力较深、在各学科范围内有影响的学术著作,并逐渐形成规模、贡献于我国的文化积累和现实开拓。

这一想法于1995年提出后,得到了学校领导的支持,得到了

中国社科院章建刚先生及我省陈庆德先生、杨先明先生的支持。诸位先生四处为我们奔波组稿,劳力劳心、精神令人感动。特别还要提到,本学库的设立得到昆明万兴房地产公司的支持。公司总经理温宁军先生也是学界中人,曾就读于云南大学,获经济学硕士学位。后从事实业,并卓然有成,然未忘情学术,并深知其对社会的意义,对学术著作的出版慨然相助,使经济实力不强的我们能最终开始这一事业。

《东陆学库》的建设将是我社的一项长远工程。于此发轫之时,简叙其缘起以告读者。

云南大学出版社

1996年5月

序

资本市场效率不仅在国外金融研究领域是一个前沿问题,而且对现代经济发展也是一个至关重要的课题。我国要在 21 世纪完成经济体制和经济增长方式的两个根本性转变,要在 21 世纪成为一个经济强国,就必须深入系统地研究资本市场和资本市场效率,这既是一个重大的理论问题,也是一个重大的现实问题。作为 12 亿人口的发展中国家,我们的资本来源不能大量依赖于外国,而主要应该来自本国,通过银行体系和资本市场来融集经济发展的短期和长期资本,由于商业银行改革越来越深入,银行提供长期资本的约束和风险越来越大、充足性越来越低,这就迫使我们必须转向资本市场,通过资本市场的发育和充分发展,最大限度、最低成本地为国民经济和企业发展提供长期资本。作者选择这一课题来研究和写作,是有远见的。

本书作者是我指导的博士生。他在金融和国际金融理论上有扎实的基础和良好的素养,对资本市场效率问题的研究花费了较大的精力,取得了高水平的研究成果。《英、美、日资本市场效率比较研究》是国内第一部关于资本市场效率方面的研究专著,这是一个前沿性课题,是资本市场研究领域的一次有益尝试,将有助于国际资本市场发展和研究。作者总结了英、美、日资本市场发展的历史、特点,分析评价了三国资本市场的效率差异及其原因,也提出

了作者独到的研究方法和效率评价体系,对如何发展和完善中国资本市场将起到重要的借鉴作用。这本书是作者在其用2年半时间精心撰写的博士论文基础上进一步修改而成的。尤其值得一提的是,作者为了取得第一手的、全新和详细的资料,在国内资料不足的情况下,向国外发了60多封信,终于索取到了充足而完备的资料,使得本书大为增色,这种不怕艰苦、唯实求真的研究态度,为本书的成功奠定了坚实的基础。资料充实是本书的一大特点和优点。

这项研究是非常有价值的:首先,资本市场的核心是资本市场效率。资本市场存在的目的是最大限度、最低成本地将社会储蓄转化为长期投资。发行市场的效率在于最大限度地融集和有效配置资本,交易市场的效率在于提供最大的流动性,使不同风险和收益的资本资产的价格得到有效确定,从而实现资源的有效配置。其次,资本市场效率直接关系到一国经济发展道路。从发达国家发展道路来看,大体有两种,一是以英、美为代表的以发达的资本市场促进本国经济发展的国家,二是以日、德为代表的主要靠银行业融资发展的国家。然而,80年代后,日、德都比较注重发展资本市场。尤其是日本在经济发展后迅速发展其资本市场,目前已经成为资本市场大国,并且证券业与银行业同步发展。从历史上讲,英国是上个世纪的资本市场大国,美国是本世纪的资本市场大国,日本则比较特殊、发展较快、对美国资本市场构成强大竞争的资本市场,选择这三个国家作为研究对象具有典型意义。第三,通过较长时期的历史比较,可以看到制度变迁和经济实力两大因素对资本市场发展和资本市场效率的影响。资本市场是在服务于经济发展过程中发展起来的,并且其效率的高低反过来又影响着经济发展。资本市场效率是影响一国资本市场国际地位乃至金融地位

的重要因素。

本书的主要贡献在于：一是全面系统地总结了英、美、日世界三大资本市场各自的特点，对我们深入了解英、美、日三国资本市场提供了明确而有效的框架结构；二是确立了效率是资本市场核心这一命题，并且构造了比较全面、详细、具有极大可操作性的资本市场效率指标体系，为分析和评价资本市场效率提供了一种有效的结构，同时也为提高资本市场效率提供了一种参考思路；三是对英、美、日三大资本市场为什么具有较高的效率及其效率差异的原因做了深入研究；四是对资本市场管理和效率、资本市场国际化与效率两者进行了专门的理论和实证研究。

我认为本书的出版，填补了我国在资本市场效率研究领域的空白，对国际资本市场的研究和我国高效资本市场的构造和发展将起到促进和借鉴作用。有鉴于此，特为此序。

南开大学教授 钱荣堃

1996年4月10日

前 言

资本是经济发展的第一推动力和持续推动力。经济发展是资源有效配置和充分利用的过程。如何有效配置和充分利用资源也就关系到一个社会的稳定发展。在市场经济条件下,资源的配置主要是通过货币资本的媒介作用来实现的。资本对生产要素的调动和配置也就成为一个社会生产和经济发展的起点。因此,一个社会资本动员和资本配置效率的高低也就直接关系到一个社会的经济发展。资本首先来源于储蓄,能否充分、有效、最大限度地不断调动一个社会的储蓄,并且在开放经济条件下,能否最大限度地在国际范围内调动储蓄,使之转化为长期投资,便成为一个社会经济发展的关键所在。如何最大限度地动员和有效分配储蓄,这是资本市场存在和发展的全部和最终意义所在,这正是本书所要研究的资本市场效率问题的出发点。

本书的选题为“英、美、日资本市场效率比较研究”。此一选题有三个要点:一是研究核心是“资本市场效率”问题;二是研究对象是英、美、日三个世界最大的资本市场;三是基本研究方法是实证分析和比较研究。这三者就构成了本书研究的基本框架:通过英、美、日三个世界上最大的、最典型的、各具特色的资本市场的比较研究来探讨资本市场效率问题。

之所以选择这一主题和研究角度,是因为这一选题的研究是非常有价值的。

首先,资本市场的核心是资本市场效率问题。资本市场是现代经济发展不可缺少的资本源泉。资本市场存在的目的是最大限度、最低成本地将储蓄转化为长期投资,而这一储蓄动员和配置过程是通过证券发行市场和交易市场来共同实现的。发行市场的效率在于使资本最大限度地融集并在产业和企业中做最有效的分配,交易市场的效率在于提供最大流动性,使不同风险和收益的资本资产的价格得到有效确定,使一级市场与二级市场相连接,使企业在市场上得到最好的价值评估,使投资者能够有效地转移其资产,从而实现资源的有效配置。

资本市场的效率直接关系到一国经济之发展。从发达国家发展道路来看,大体有两种,一是以英、美为代表的资本市场发达与银行业融资一起促进经济发展之国家,二是以德国、日本为代表的主要靠银行业融资发展的国家,但日本在经济发展后迅速发展资本市场,目前已成为证券大国,并且证券业与银行业同步发展。本书选择最具典型意义、各具特色的英、美、日三个世界上最大的资本市场作为研究的对象。从历史上来讲,英国是上个世纪的资本市场大国,美国则是本世纪资本市场的大国,日本则是比较特殊、发展较快、对美国资本市场构成强大竞争的资本市场。并且英、美、日经济发展道路也存在着差异,因此选择这三个国家作为研究对象具有典型意义。

有关资本市场效率问题,已有很多西方学者对此进行了分析、探讨,还提出了有关资本市场效率的理论模型。法玛(Fama.E.F., 1970)提出有效市场假设(Efficient Market Hypothesis, 简称为EMH),将资本市场分为弱式有效市场、半强式有效市场和强式有

效市场。这一模型将资本市场的效率类型分为三种,是从纯理论角度对资本市场效率进行的假设式研究,由于其假设条件与现实资本市场有很大出入,并不能用来实际地衡量资本市场的效率。夏普(W.F.Sharp,1964)提出的资本资产定价模型(CAPM),在假定资本市场充分有效的前提下提出了以风险程度来度量资本资产价格的理论模型。其后很多西方学者从事这两个理论模型的验证和修正工作。严格意义上讲,资本市场效率绝非仅仅对市场效率类型提出难以度量的假设,也不仅仅是在假定资本市场有效的前提下对资本资产的价格界定给予理论化。这两个概念和模型都难能从整体、系统和资本市场运行角度来研究资本市场宏观和微观效率问题。然而,虽然本书有关资本市场效率的定义和研究方法在国内外学术界并不多见,这并非本人独辟蹊径,只是在这一问题的研究上抛砖引玉。

其次选择这一论题也有一个目的,就是通过对英、美、日三国资本市场效率的比较分析,能够清晰地认识到高效率资本市场的构造的形态,以为中国高效率的资本市场的建设提供借鉴。

本书的特点在于研究角度新,资料全面翔实系统,采用实证分析和比较分析方法,以英、美、日三国资本市场为典型来研究资本市场效率问题。本书紧紧抓住资本市场效率这一核心,并且构造了资本市场效率研究和衡量的指标体系,以此在英、美、日三国典型资本市场的基础上,并在资本市场一体化的背景下,运用比较研究方法来探讨资本市场效率和各国资本市场结构的效率差异,这在国内外理论界是较少采用的方法,此一创新的研究角度避免了抽象和纯理论研究资本市场效率的弊端,给资本市场效率以实际可证实的依据。在分析方法上,以英、美、日资本市场为特定研究对象、以资本市场效率为研究核心的基础上,采用理论分析、实证分

析与比较分析并重的方法。理论分析为比较分析提供理论框架,通过实证分析来得出具体的比较结论是本书研究的一个特点。正是通过实证和比较分析才发现了三国资本市场之间效率的差异,以寻求影响资本市场效率的原因。

本书的创新和贡献在于,一是确立了效率是资本市场核心这一根本性命题,从储蓄向长期投资最大化转移角度来研究资本市场效率问题,并且将资本市场效率分解为一个效率指标体系来具体研究资本市场的宏观效率和微观效率,这是本书对资本市场效率的一种创新性研究;二是系统、全面、历史地总结了英、美、日三个最大资本市场的特点及其内在差异;三是运用大量、翔实、新近的数据来实证分析和比较研究英、美、日三国的资本市场效率及其效率差异产生的原因,并且对三国资本市场的效率差异予以排序评价,而不仅仅是一种定性的分析;四是提出了高效资本市场的基本框架结构。

本书的逻辑结构是以资本市场效率为核心来对英、美、日三大资本市场进行比较研究,将这一研究放在各国特定的制度结构和管理体系及资本市场国际化的背景下。首先分析英、美、日世界三大资本市场各自特点,继而界定资本市场效率并提出资本市场效率评价指标体系,依此比较研究英、美、日三国资本市场的效率,并分析和论证资本市场效率差异及其产生的原因。其后就资本市场管理和资本市场一体化问题这一影响资本市场效率的两个重要因素作了进一步研究,最后对全书的研究进行总结,并提出了高效资本市场构架的基本框架。

本书选题的难度在于,一是对资本市场效率的界定及其效率指标体系的设计,因为没有有一个公认的资本市场效率定义和内容,因此本书的研究尚有待批评指正。二是本书所研究的范围涵盖英、

美、日三个国家的资本市场,其内容之多、范围之广,虽然本书始终以资本市场效率为主线来把握研究方向,但难免有肤浅和泛泛之处。三是这一研究必须基于全新、系统的研究资料基础之上,而连国外此类研究都很少,再加之国内难于找到全新、系统的资料,因此资料的极度匮乏是可想而知的。为了解决此一问题,作者先后向世界60多个国家、地区的政府金融管理部门、中央银行、证券管理机构、交易所、证券公司、研究部门、大学等求取资料,其中一半的机构无偿提供了许多全新、系统而有价值的数据和文字资料,虽然并非所有资料都反映在书中,但是它们却构成了本书分析和写作的基本材料,还有些机构的研究部门的负责人还写信赞同本书的主题、或提出宝贵意见、或提供宝贵资料,才使得本书得以正常写作,没有他们的支持和无偿帮助,本书的写作是不可想象的。这些机构包括世界银行、国际货币基金、美国证券交易委员会(SEC)、纽约证券交易所(NYSE)、伦敦证券交易所(LSE)、东京证券交易所(TSE)、NASDAQ 证券市场(NASDAQ)、日本野村证券公司、美国证券交易商协会(NASD)、英格兰银行、英国证券投资委员会(BIS)等。

令我终生难忘的是,我的导师钱荣堃先生为我的学业付出了极大的心血,给予了极大的帮助,即使在他身体欠佳住院时,也依然十分关心我。我非常钦佩他的高尚品格,他不仅在学习上给予了我莫大的指导,而且更在治学、为人、处理事物上成为我终生学习的楷模。在整个搜集资料和写作过程中,还得到了美国纽约州立大学经济学教授刘荣超博士、加拿大 Concordia 大学经济学教授刘正荣博士、加拿大多伦多大学经济学教授 Donald Brean 博士,他们都提出了许多建议和鼓励,本书的研究也曾向国际金融专家陈国庆教授、王传纶教授、虞关涛教授、王继祖教授、马君潞教授等请教

过,他们都提出了宝贵的意见,并给予了热情的支持。南开大学经济学院资料中心外文资料室的老师在资料搜集、查找方向上提供了许多帮助。南开大学金融系的领导和有关老师也为本书的出世提供了经费、时间和工作上的诸多便利。还有许多人本书提供了无私的帮助,这里就不再一一列举。在此,对他们给予的莫大帮助表示衷心的感谢,我将永志不忘。

我尤其感谢南开大学金融学系胡彦明老师,是他把我1982年从内蒙赤峰召入南开大学,多年以来给了我无私的关怀和帮助,如果没有他和师母成玉琴的精心指教,我不会有今天的成长,这种感情难于用语言表达。

我的妻子王慧玲也为本书的完成付出了大量心血,在此借书的出版表达一份爱心,一年前的今天,她专程从苏州赶回参加我的博士论文答辩。

最后,将书致送给我的父母,作为远方儿女的一点孝心。祝他们健康、快乐。

霍学文

1996年12月8日

目 录

1. 英、美、日资本市场的特点	(1)
1.1 英国资本市场的特点	(1)
1.1.1 证券结构以金边债券和股权证券为主导	(3)
1.1.2 高度专业化的发行市场	(4)
1.1.3 “大震”后彻底变革的交易市场	(5)
1.1.4 交易系统趋向于完全自动化	(8)
1.1.5 法律框架下的自律管理	(9)
1.1.6 资本市场国际化程度高	(14)
1.1.7 小结	(16)
1.2 美国资本市场的特点	(17)
1.2.1 以债券为主的证券结构	(19)
1.2.2 严格规范的发行市场	(21)
1.2.3 流动性最高的交易市场	(22)
1.2.4 自动化程度最高的资本市场	(25)
1.2.5 严格而有效的资本市场管理体系	(27)
1.2.6 一直开放的国际化的美国资本市场	(30)
1.2.7 小结	(31)
1.3 日本资本市场的特点	(33)
1.3.1 以政府债券、金融债券为主的证券结构	(34)
1.3.2 债券为主管理严格的发行市场	(36)

1.3.3	具有强大竞争力的交易市场·····	(37)
1.3.4	高度自动化的市场·····	(41)
1.3.5	大藏省具有绝对权威的严格控制的日本式 证券管理·····	(43)
1.3.6	尚未充分国际化的日本资本市场·····	(45)
1.3.7	小结·····	(46)
2.	资本市场的效率·····	(48)
2.1	效率分析的一般涵义·····	(48)
2.2	金融体系的效率·····	(50)
2.3	西方学者关于资本市场效率的理论和实证分析·····	(53)
2.4	效率分析特殊:资本市场的效率·····	(61)
3.	资本市场结构效率、配置效率与动态效率比较·····	(65)
3.1	资本市场结构效率比较分析·····	(65)
3.1.1	金融工具的范围效率比较·····	(65)
3.1.2	融资规模效率比较·····	(69)
3.1.3	组织效率比较·····	(72)
3.2	资本市场配置效率比较·····	(78)
3.3	资本市场动态效率比较·····	(87)
3.3.1	交易市场提供者的动态效率·····	(88)
3.3.2	证券商的动态效率·····	(90)
3.3.3	管理者的动态效率·····	(92)
4.	资本市场运行效率比较·····	(95)
4.1	交易成本与交易效率·····	(96)

4.1.1	融资成本与资本结构·····	(97)
4.1.2	一级市场交易成本与效率 ·····	(100)
4.1.3	二级市场交易成本与效率 ·····	(101)
4.2	市场特征与效率 ·····	(107)
4.2.1	市场容量 ·····	(107)
4.2.2	交易市场的风险性和投机性 ·····	(112)
4.2.3	交易市场的集中度 ·····	(115)
4.2.4	交易市场的流动性 ·····	(119)
4.2.5	交易市场的价格稳定性 ·····	(121)
4.3	资本市场的价格效率比较 ·····	(123)
4.3.1	价格决定机制与价格效率 ·····	(124)
4.3.2	信息与价格效率 ·····	(129)
4.3.3	市场非效率性 ·····	(131)
5.	资本市场的宏观效率 ·····	(137)
5.1	资本依存率 ·····	(137)
5.2	资本深化率 ·····	(144)
5.3	市场稳定性 ·····	(147)
5.4	日本“泡沫经济”的案例分析 ·····	(154)
6.	资本市场的管理与效率 ·····	(162)
6.1	资本市场的公平与效率 ·····	(162)
6.1.1	资本市场管理的双重目标 ·····	(162)
6.1.2	管理的两难选择 ·····	(163)
6.1.3	公平的市场 ·····	(164)
6.1.4	管理体制、公平与效率·····	(167)