

中青年经济学家文库

# 股票市场效率论

郭茂佳 著



经济科学出版社

中青年经济学家文库



中财 B0113862

# 股票市场效率论

郭茂佳 著

(1)27462

中央财经大学图书馆藏

登录号 175358

分类号 F830.1P/453

经济科学出版社

责任编辑：王欣欣  
责任校对：杨晓莹  
版式设计：周国强  
技术编辑：潘泽新 李长建

## 股票市场效率论

郭茂佳 著

(版权所有 翻印必究)

社址：北京海淀区万泉河路 66 号 邮编：100086

出版部电话：62630591 发行部电话：62568485

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

网址：[www.esp.com.cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@public2.east.net.cn](mailto:esp@public2.east.net.cn)

中国铁道出版社印刷厂印刷

河北省三河市永明装订厂装订

850×1168 32 开 10.75 印张 270000 字

1999 年 9 月第一版 1999 年 9 月第一次印刷

印数：0001—3000 册

ISBN 7-5058-1828-7/F·1300 定价：15.50 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

**图书在版编目 (CIP) 数据**

股票市场效率论/郭茂佳著. —北京: 经济科学出版社, 1999. 9  
(中青年经济学家文库)

ISBN 7-5058-1828-7

I. 股… II. 郭… III. 股票-资本市场-效率-研究  
IV. F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 36561 号

# 序

如果说在过去中国股票市场仅局限于试点的情形下，有无效率的观念尚无碍国民经济发展大局的话，那么，在中国股票市场初具规模的今天，关注股票市场效率可能要比关注股票市场发展速度更重要。旷日持久的亚洲金融危机已向世人再一次证实，片面追求股票市场的发展速度而忽视股票市场效率，无需太久的时间就可以将通过股票市场积累起来的数十年经济成果和社会财富化为泡影。可以预言，经过亚洲金融危机洗礼后的中国股票市场也将会经历一次从追求速度到追求效率的飞跃，对于这样一次飞跃，必须有先行的效率理论作为指导，否则，想飞跃也难以实现。《股票市场效率论》正是诞生于这样的历史背景之下，其出版无疑将具有理论和现实的意义。此时此刻，我作为郭茂佳博士的导师，备感欣慰，阅罢全书，其可贵之处主要可以用两个字概括：一个是“新”；一个是“实”。

新在何处？一是选题新。股票市场效率问题是一个前瞻性很强的课题，且不说它对于中国股票市场的许多参与者和从事股票市场宏观调控的领导者而言是一个崭新的课题，即使是在发达的西方国家，系统的论述也不多见。郭茂佳敢于把《股票市场效率论》作为自己的博士论文选题，并不惜花费长达三年的时间在这一领域进行孜孜求索，不仅显示出作者具有向新领域挑战的勇气，而且表明作者具有敏锐的捕捉金融理论热点的能力。二是研究视角新。关于股票市场效率问题的研究虽然目前国外有些散见的论

述，但大多存在着这样或那样的偏向：或偏于微观，即站在厂商的微观角度，仅解决如何最优组合各自资产的问题；或偏重于股票市场的有效性分析，把股票市场有效性与股票市场效率混为一谈；或立足于成熟市场，其理论并不切合中国的实际。而《股票市场效率论》则建立了一个全新的理论研究视角，即以效率为核心，宏观结合微观的股票市场分析框架，并运用这一框架去透视中国股票市场的过去，观察中国股票市场的现状，思考中国股票市场进一步发展的路径。三是观点新。作者运用市场经济金融投资理论的基本观点和方法，吸收和借鉴发展经济学的积极成果，用系统论的观点对股票市场效率进行了理论分析和实证考察，提出了股票市场筹资、投资、中介、流动、规范、创新、开放、监管、调控等九个相互联系的效率组合体系，在理论上将股票市场效率界定为对经济效率的贡献；关于股票投资效率应从股票的价值、收益和价格三个方面的联系和影响来考虑；关于股权筹资比债权筹资更有效率等观点，都有新意，并富有作者的独到见解。

实在何方？一是实在作者紧密联系中国股票市场效率的实际，敢于直面正视矛盾，并提出有效的化解对策。例如，在“股票市场筹资效率论”分析中，作者客观地指出理论与现实的矛盾就在于：“新瓶装旧酒”，化解矛盾之策要“瓶新酒要更新”。类似这种从实践角度提出问题，从理论创新高度来分析问题，从科学可行的对策来解决问题的方法，在著作的各分论中都有体现。二是实在作者对中国股票效率的提高开出了一系列的药方，特别是对股票市场效率测算指标的设计、股票市场资金究竟应该向谁倾斜、股市投资主体结构应该如何调整、中介机构应该如何布局、股票流动的本性究竟应该如何充分挖掘、中国特色的股市如何与国际惯例接轨、中国股市创新的火候该如何把握、股市开放的步履该如何迈进、股票市场的监管对于股票市场效率的提高究竟是帮忙还是添乱、提高股票市场效率如何将理想变为现实等诸多事关股票市场效率，且又悬而未决的现实问题作了全面、系统、深入的探

讨，并提出了相应的政策措施，对决策和实际部门乃至投资者都有决策参考价值，对中国股票市场的深化将会起到重要的推动和指导作用。

总之，《股票市场效率论》一书选题新颖，观点鲜明；研究方法科学，论证全面、系统，达到了本学科的前沿水准；资料翔实，论据充分，说服力强；中心突出，条理清晰，结构严谨；文笔流畅，图文并茂，是一部具有较高学术价值和实际操作价值的专著。当然，作为一本开拓性的学术专著，难免会有一些不足，希望作者在今后的研究中进一步强化股票市场效率的量化研究，特别是在量化研究中要强化股票市场风险与股票市场效率之间关系的研究。

周 骏

1999.6.1

# 目 录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 第一章 股票市场效率论导论 .....                   | 1  |
| 一、股票市场效率：一个引人入胜的研究课题 .....            | 1  |
| 1. 丰富股票投资理论：不能没有股票市场效率研究 .....        | 2  |
| 2. 缓解现实压力：呼唤股票市场效率理论指导 .....          | 3  |
| 二、股票市场效率：全面探讨的有利元素 .....              | 4  |
| 1. 外部环境：为股票市场效率研究开创了前所未有的<br>机遇 ..... | 4  |
| 2. 内部条件：深入探讨股票市场效率问题的时机日臻<br>成熟 ..... | 6  |
| 三、股票市场效率：一个亟待厘正的概念 .....              | 13 |
| 1. 应该矫正的公式：效率=有效 .....                | 13 |
| 2. 可以归纳的定义：对经济效率的贡献 .....             | 16 |
| 四、股票市场效率：全方位测度的指标 .....               | 22 |
| 1. 容延度：测度股票市场效率的量性指标 .....            | 22 |
| 2. 内涵度：测度股票市场效率的质性指标 .....            | 24 |
| 第二章 股票市场筹资效率论 .....                   | 29 |
| 一、股票市场筹资效率：理论与现实的矛盾 .....             | 29 |
| 1. 理论诠释：股票筹资所具有的天然效率优势 .....          | 29 |
| 2. 现状考察：股票筹资的效率优势并未充分展露 .....         | 32 |

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 二、谜底的破译：新瓶装旧酒 .....         | 35 |
| 1. 筹资制度：轻市场重计划 .....        | 35 |
| 2. 筹资主体：轻平等重“大”、“公” .....   | 37 |
| 3. 筹资产业：轻现代重传统 .....        | 39 |
| 4. 筹资机制：轻效率重圈钱 .....        | 41 |
| 5. 存量调整：轻实效重花样 .....        | 46 |
| 三、化解矛盾之策：瓶新酒要更新 .....       | 47 |
| 1. 筹资制度：从计划向市场转变 .....      | 47 |
| 2. 筹资主体：从“大”、“公”向平等转变 ..... | 48 |
| 3. 筹资行业：从传统向现代转变 .....      | 51 |
| 4. 筹资机制：从圈钱向高效转变 .....      | 58 |
| 5. 存量调整：需要步出若干误区 .....      | 61 |

### 第三章 股票投资效率论 .....

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 一、股票投资效率：两个不同的分析层面 .....                      | 67 |
| 1. 宏观效率：单位股票投资资金的产出率 .....                    | 67 |
| 2. 微观效率：单位股票投资资金的收益率 .....                    | 70 |
| 3. 并行不悖：股票投资宏观效率与微观效率的<br>协调性 .....           | 70 |
| 二、主体结构纠偏：提高股票投资宏观效率的头等大事 ...                  | 71 |
| 1. 投资主体结构偏态：散兵游勇为主的投资者结构 .....                | 71 |
| 2. 矫正投资主体结构：不能把目光只盯在培育证券投资<br>基金上 .....       | 73 |
| 3. 精心培育非证券投资基金类机构：改善股票市场投资<br>主体结构的重要环节 ..... | 74 |
| 三、判断+组合：提高股票投资微观效率的重要法宝 .....                 | 82 |
| 1. 大局观：提高股票投资微观效率的关键 .....                    | 82 |
| 2. 组合投资：究竟有无一贴提高微观投资效率<br>的良方 .....           | 88 |

|                                         |           |
|-----------------------------------------|-----------|
| 四、投机：影响股票市场投资效率的双刃剑 .....               | 91        |
| 1. 提高股票市场投资效率：呼唤正当的、适度的<br>投机 .....     | 92        |
| 2. 不正当的过度投机：于提高股票市场投资效率<br>利少弊多 .....   | 95        |
| <b>第四章 股票市场中中介效率论 .....</b>             | <b>98</b> |
| 一、研究股票市场中中介效率：而今迈步从头越 .....             | 98        |
| 1. 股票市场中中介：服务于股票市场的盈利性机构 .....          | 98        |
| 2. 股票市场中中介效率的定义：不能脱离股票市场<br>中介的本意 ..... | 100       |
| 3. 提高中介效率：机遇与挑战并存 .....                 | 101       |
| 二、中国股票市场中中介效率基本评估：整体偏低 .....            | 102       |
| 1. 规模：集中程度有限 .....                      | 102       |
| 2. 竞争：恶性比例偏大 .....                      | 105       |
| 3. 布局：畸形色彩过浓 .....                      | 106       |
| 4. 机制：深层矛盾较多 .....                      | 108       |
| 5. 服务：质量水平低下 .....                      | 109       |
| 6. 人才：富裕中夹杂着贫瘠 .....                    | 110       |
| 7. 经营：粗放意味甚重 .....                      | 112       |
| 三、提高中介效率：敢问路在何方 .....                   | 113       |
| 1. 规模：打造航母巨舰 .....                      | 114       |
| 2. 竞争：营造“绿色”环境 .....                    | 118       |
| 3. 布局：调整倾斜方向 .....                      | 120       |
| 4. 建制：强调自负其责 .....                      | 126       |
| 5. 服务：期待更上层楼 .....                      | 128       |
| 6. 人才：网罗现代精英 .....                      | 130       |
| 7. 经营：追求内涵发展 .....                      | 131       |

## 第五章 股票市场流动效率论..... 133

### 一、流动：股票市场活力之源..... 133

1. 流动：金融商品的固有本性 ..... 133
2. 流动：股票类金融商品的渴求更为强烈 ..... 135
3. 流动：提高股票市场效率不可缺少的因子 ..... 136

### 二、阻碍流动效率提升的两座大山：性别歧视与 场所狭窄..... 138

1. 性别歧视：制约股票市场流动效率提升的  
中国特色 ..... 138
2. 场所狭窄：制约股票市场流动效率提升的瓶颈 ..... 142

### 三、搬山举措：修复机制与打破瓶颈并举..... 146

1. 消除歧视：修复流转机制需要演好三重奏 ..... 147
2. 拓宽场所：需要重新梳理的思路 ..... 155

## 第六章 股票市场规范效率论..... 163

### 一、股票市场规范效率：掀起你的盖头来..... 163

1. 股票市场规范：容易引起歧义的概念 ..... 163
2. 股票市场规范与发展：并非冤家路窄 ..... 164
3. 股票市场规范效率：定标与达标 ..... 165

### 二、股票市场规范效率回眸：历史性的两大跨越..... 168

1. 规范的标准：更趋科学化 ..... 168
2. 规范的保障：步入法制化 ..... 174

### 三、股票市场规范效率的堤坝：并非坚不可摧..... 175

1. 规范的思路：对中国特色依然十分迷恋 ..... 175
2. 规范的基础：仍然十分脆弱 ..... 176
3. 规范的关键：牛鼻子并未抓住 ..... 181
4. 规范的保障：仅有高悬的达摩克利斯剑是不够的 ..... 183

### 四、加固股票市场规范效率的堤坝：没有穷期的

|                                      |            |
|--------------------------------------|------------|
| 永久工程·····                            | 186        |
| 1. 规范的思路：少一点中国特色，多一点国际惯例·····        | 187        |
| 2. 规范的基础：重构股份制运作模式·····              | 191        |
| 3. 规范的关键：敢于拿政府行为的不规范开刀·····          | 195        |
| 4. 规范的保障：立法、普法与执法并行·····             | 196        |
| <b>第七章 股票市场创新效率论·····</b>            | <b>200</b> |
| 一、股票市场创新：需要多角度地透视·····               | 200        |
| 1. 股票市场创新：从窄到宽的三种定义·····             | 200        |
| 2. 股票市场创新：应该把握的三种视角·····             | 201        |
| 3. 股票市场创新：值得总结的四个规律性现象·····          | 203        |
| 二、追求效率：股票市场创新的根本动因·····              | 205        |
| 1. 股票市场创新的根本动因：色彩缤纷的见解·····          | 206        |
| 2. 追求效率：股票市场创新的主动选择·····             | 208        |
| 三、股票市场张开创新的巨网：收获的并不仅仅<br>是效率·····    | 212        |
| 1. 高风险：股票市场技术创新的副产品·····             | 212        |
| 2. 高风险：股票市场自由化的副产品·····              | 214        |
| 四、提高股票市场创新效率：亟待澄清的若干思路·····          | 215        |
| 1. 股票市场创新战略：是跳跃式，还是渐进式·····          | 216        |
| 2. 股票市场创新主题：是单项突进，还是双管齐下·····        | 216        |
| 3. 股票市场创新视角：是固守传统，还是转变思维·····        | 222        |
| <b>第八章 股票市场开放效率论·····</b>            | <b>226</b> |
| 一、股票市场开放：应从更广阔的视野中去把握其目标<br>和特征····· | 226        |
| 1. 开放的目标：不仅仅是国界范围的超越·····            | 226        |
| 2. 开放的特征：渐进地走向融合·····                | 227        |
| 二、股票市场开放效率：涓涓细流从何而来·····             | 229        |

|                                 |     |
|---------------------------------|-----|
| 1. 开放效率：从提高股票市场的容延度中来 .....     | 229 |
| 2. 开放效率：从加深股票市场的内涵度中来 .....     | 231 |
| 3. 开放效率：从促进经济的可持续发展中来 .....     | 233 |
| 三、追求股票市场开放效率：不是金刚钻，别揽瓷器活 .....  | 234 |
| 1. 负面刃：追求股票市场开放效率不得不考虑的因素 ..... | 235 |
| 2. 审时度势：追求股票市场开放效率必须苦练的内功 ..... | 237 |
| 四、中国股票市场开放效率低下症：病象与病因解析 .....   | 239 |
| 1. 开放效率低下症：病象解析 .....           | 240 |
| 2. 开放效率低下症：病因解析 .....           | 242 |
| 五、医治开放效率低下症的药方：既要治标，更要治本 .....  | 245 |
| 1. 发展战略：重在长远 .....              | 245 |
| 2. 功能定位：划清界限 .....              | 252 |
| 3. 夯实基础：既求规模，也重质量 .....         | 253 |
| 4. 规范运作：跳好“国标”舞 .....           | 257 |
| 5. 加强监管：筑就国内国际两道防线 .....        | 258 |

## 第九章 股票市场监管效率论 .....

|                                   |     |
|-----------------------------------|-----|
| 一、股票市场监管效率：必须把握的四大要素 .....        | 261 |
| 1. 监管主体：是侧重于内部，还是侧重于外部 .....      | 261 |
| 2. 监管依据：是侧重于法律，还是侧重于主观意志 .....    | 263 |
| 3. 监管过程：是侧重于事前监管，还是侧重于事后监管 .....  | 264 |
| 4. 监管效果：是侧重于长期，还是侧重于短期 .....      | 266 |
| 二、股票市场监管对于股票市场效率：究竟是帮忙，还是添乱 ..... | 266 |

|                                         |     |
|-----------------------------------------|-----|
| 1. 监管添乱说：主要流派透视 .....                   | 267 |
| 2. 监管添乱说：值得批驳的论调 .....                  | 268 |
| 3. 监管帮忙说：可以信奉的见解 .....                  | 271 |
| 三、中国股票市场监管：为什么效率低下的总是我 .....            | 273 |
| 1. 中国股票市场监管效率低下：客观原因探源 .....            | 274 |
| 2. 中国股票市场监管效率低下：主观原因探源 .....            | 276 |
| 四、提高股票市场监管效率：从客观和主观两个<br>层面入手 .....     | 279 |
| 1. 迎合客观需要：浇铸股票市场监管的<br>“三个更高” .....     | 279 |
| 2. 能动改造主观：强化股票市场监管需要新思维 .....           | 282 |
| <b>第十章 股票市场调控效率论</b> .....              | 289 |
| 一、股票市场调控效率：概念的描绘和类别的划分 .....            | 289 |
| 1. 股票市场调控效率：概念的描绘 .....                 | 289 |
| 2. 股票市场调控效率：类别的划分 .....                 | 293 |
| 二、调控效率低下：中国股票市场长期未治愈的恶疾 .....           | 295 |
| 1. 供求：长期处于较为严重的非均衡状态 .....              | 295 |
| 2. 结构：长期处于非合理状态 .....                   | 296 |
| 3. 股价：长期呈现非稳定状态 .....                   | 300 |
| 三、高效：对于中国股票市场调控来说为何只能是<br>一个久远的梦想 ..... | 301 |
| 1. 调控的量度：缺乏准确性 .....                    | 301 |
| 2. 调控的性质：缺乏市场性 .....                    | 303 |
| 3. 调控的对策：缺乏预见性 .....                    | 304 |
| 4. 调控的艺术：缺乏和谐性 .....                    | 305 |
| 5. 调控的制度：缺乏完整性 .....                    | 306 |
| 6. 调控的方法：缺乏规则性 .....                    | 307 |
| 四、提高调控效率：将理想化为现实的路径 .....               | 307 |

1. 调控的度量：追求合理性 ..... 307

2. 调控的性质：趋于市场化 ..... 313

3. 调控的对策：提高预见性 ..... 315

4. 调控的艺术：讲究和谐性 ..... 315

5. 调控的制度：实现完整性 ..... 317

6. 调控的方法：走向规则化 ..... 318

# 第一章 股票市场效率论导论

## 一、股票市场效率：一个引人入胜的研究课题

传统的社会主义金融理论教科书始终不渝地教导我们：间接融资效率高于直接融资效率，也就是说银行融资效率高于证券融资效率。理由主要是因为银行融资具有规模经济性、低成本性以及特有的化短为长、积少成多的嬗变功能。但是，近一二十年的国际金融发展的大潮，几乎彻底动摇了我们数十年培育起来的固有的信念。事实上，在全球范围内，证券市场，尤其是股票市场越来越成为国际金融和国内金融中的主要融资渠道。股票市场之所以显露出前所未有的生命力和活力，其原因主要在于它通过资金的流动和信息的流动可以为社会经济生活提供一种独特的企业经营机制、融资机制、资源配置机制、调控机制、反映和导向机制。90年代以来，我国股票市场正是借助于这些机制中的某些元素走上了一条高速发展的不归之路，仅用了不到十年的时间，就一举走完了西方发达国家股票市场几十乃至一百多年的路程。但是，倘若我们全面客观地审视，则不难发现，我国股票市场仍未摆脱“高速度、低效率”的窠臼，在其发展进程中存在着诸如有限的资金究竟应该向谁倾斜？投资主体结构应该如何调整？中介机构应该如何布局？股票流动的本性该如何充分挖掘？中国特色的股票市场如何与国际惯例接轨？中国股票市场创新的火候该如何

何把握？股票市场开放的步履该如何迈进？股票市场监管是帮忙还是添乱？提高股票市场调控效率如何将理想变为现实等诸多事关股票市场效率，且又悬而未决的问题。随着我国股票市场的深化，笔者越来越深切地感到股票市场效率研究是我们这一代金融理论工作者所无法回避的一项跨世纪重大课题。

### 1. 丰富股票投资理论：不能没有股票市场效率研究

客观地说，西方学者研究股票市场效率的时间不可谓不长，早在本世纪 30 年代，英国经济学家希克斯就在《简化货币理论的建议》一文中提出了通过投资分散化来提高股票市场效率的观点；股市基本理论和股市效率理论研究的发展不可谓不快，堪称经济学理论中近二十年来发展最快的分支，大有成为“股票经济学”的趋势；研究股票市场效率的刊物和学者也不可谓不多，在《美国经济评论》、芝加哥大学的《政治经济学杂志》、哈佛大学的《经济学季刊》等世界著名的理论经济学刊物中有关股票市场效率的论文已越来越多，至今已有 5 位经济学家因研究股票市场及股票市场效率等基本理论问题而在 1990 年和 1997 年获得诺贝尔经济学奖。但综观西方股票市场效率理论，均无一例外地存在着这样或那样的偏向：

(1) 或偏重于微观。如托宾和马可维茨的“资产选择理论”；威廉·夏普的“资本资产价格理论”；M·米勒和莫迪利亚尼的“公司融资结构理论”，即“MM”定理；敦宽兹、斯蒂格勒和科恩的证券市场微观经济结构理论；罗斯的“套利定价理论”；F·布莱克和斯科尔斯的“期权定价理论”等，虽然在各自领域的研究达到了登峰造极的地步，但从总体上讲，这些理论都是站在投资者或厂商的微观角度，仅解决如何最优组合各自资产的问题。

(2) 或侧重于股票市场有效性分析。如罗伯特茨 (Roberts) 和奥斯本 (Osborns) 的随机漫步理论；法马 (Fama) 的市场有效性假说；哈利·V·罗伯特茨 (Harry·V·Roberts) 的市场有效性三