

立信金融学者文库



近代中国 股票市场的发展

江金彦 / 著



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

立信金融学者文库



近代中国 股票市场的发展

江金彦 / 著



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

近代中国股票市场的发展/江金彦著. —上海:
立信会计出版社, 2013. 11

(立信金融学者文库)

ISBN 978-7-5429-3928-9

I. ①近… II. ①江… III. ①股票市场—研究
—中国—近代 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 273138 号

责任编辑 徐小霞

封面设计 周崇文

近代中国股票市场的发展

出版发行 立信会计出版社

地 址 上海市中山西路 2230 号

邮政编码 200235

电 话 (021)64411389

传 真 (021)64411325

网 址 www.lixinaph.com

电子邮箱 lxaph@sh163.net

网上书店 www.shlx.net

电 话 (021)64411071

经 销 各地新华书店

印 刷 常熟市梅李印刷有限公司

开 本 787 毫米×960 毫米 1/16

印 张 9.5

字 数 148 千字

版 次 2013 年 11 月第 1 版

印 次 2013 年 11 月第 1 次

书 号 ISBN 978-7-5429-3928-9/F

定 价 22.00 元

如有印订差错,请与本社联系调换

近代股市的发展状况和对时代的影响,以及所留下的印象和痕迹是相当模糊的,既没有引起当时研究者太多的关注,也没有得到当代研究者全面的考察。原因大致有二:其一,关于近代股市的资料比较缺乏,尤其是缺乏比较完整的价格数据;其二,关于股市的理论一直处于不断发展过程中,广为接受的分析框架直到 20 世纪 70 年代以后才得以建立和发展成熟起来。然而,就现期已取得的研究成果而言,可以得出这样一个简单的推论:近代股市对同期的经济和社会生活没有太多积极的影响,甚至没有多大影响。但影响的程度究竟如何,造成这种局面的原因是什么?这一问题系列的问题成为了本书写作的线索。

尽管现有的基于经济、文化、法律等不同角度所展开的工作能提供众多丰富而有益的启示,然而,由于缺乏针对近代股市全面、系统及专门性的研究,我们无法观察到近代股市的全貌。因此,笔者通过资料的收集,以展示近代股市的整体,进而探悉近代股市不发展的真实状况;根据效率市场假设(EMH),对近代股市不发展的原因作出了逻辑上推论。基于效率市场假设,笔者设计了一个弱式有效检验过程。通过该检验过程,笔者发现近代股市的市场信息有效性非常之差,因此,市场自身的效率尤其信息效率低下是近代股市不发展的一个重要原因,这是笔者得出的一个基本结论,书中进一步的分析也证实和支持了这一点。

为了研究的需要,笔者根据《申报》所提供的股票行市,收录和整理了 1882—1949 年近七十年间的相关数据并予以指数化处理,编订了近代股市的《申报》指数。根据股票市场的历史延续性和相关性,本书中把近代股市大致分为两大阶段三个部分,即:早期市场阶段(其中数据统计时期为 1882—1887 年);后期市场阶段,包括西商主导市场发展过程(其中数据统计时期为 1908—1942 年及 1945—1949 年)和华商市场发展过程(其中数据统计时期为 1940—1949 年)。笔者根据所得的上述指数并利用相应的计量分析,对近代股票市场的不同阶段进行了有效性检验。通过检验,发现近代股市市场信息效率是相当低下的。在近七十年的漫长时间里,不同时间段的市场基本上都没有达到弱式有效的水平,而且不同时间

段的市场信息效率水平是有差异的。笔者通过对近代股市指数的编订,为进一步研究近代股市甚至资本市场提供了一块基石,并相应地完成了一些基础性的工作。把有效市场理论运用至近代股市分析中,拓展了关于近代股市研究的理论视野,也在一定程度上检验了有效市场假设并对该理论提出了自己的一些思考。

在此基础上,笔者进一步分析了造成近代股市不发展的市场与制度等因素,补充了理论分析的内涵,以增强研究的“历史真实性”,并以此来体现其“现实延展性”。这些制度因素包括法律、管制、政府干预及一些特殊的制度安排。而市场因素部分则包括了对近代股市的市场规模、经济金融背景、市场参与人的成熟度、市场流动性情况、上市企业的质量及市场信息质量等方面的探讨。通过分析,我们可以看到近代股市不仅面临着众多制度安排上的约束,也面临着众多市场因素的约束,所有因素的综合作用导致了近代股市的不发展。

此外,笔者还对近代股市的市场发育水平及长期收益率进行了计算,通过对股票市场的长期效果及市场变迁的考察,相信能为近代股市的研究增添一些新的色彩和内容,使得我们能更全面深入地了解近代股市的面目和作用。

本书的贡献和创新之处,在于对近代股市进行了较全面的史学研究。笔者通过对近代股市《申报》指数的编订,为进一步研究近代股市甚至资本市场提供了必要的数据支持;把有效市场假设运用至近代股市分析中,拓宽了关于近代股市研究的理论视野,在一定程度上检验了有效市场假设并对该理论提出了思考;通过对近代股市的市场长期效果及市场变迁的历史考察,进一步总结了近代股市的历史作用和一个国家资本市场发展的可能性与必要性。这些即是笔者撰写本书最终目的。

本书的写作安排如下:第一部分提出了所要研究的问题、思路及理论综合,即导论。在导论的基础上,第二部分对近代股票市场予以历史学的基础研究。在该部分中,按近代股市发展的历史过程,通过较完整的资料整理并根据分析需要,把近代股市大致划分为两大历史阶段及三个市场部分,并对近代股市不同时间段上的价格进行统计整理与分析,在此基础上,对近代股市的发展提供了一些简要的结论性评议。在本书的第三部分,笔者利用前一章所得出的价格指数,对近代股市进行了总体性分析,并对近代市场进行了信息效率检验,主要是通过对近代股市历史价格的时间序列进行分析,得出了近代各时间段的股票市场均未达到弱式有效

水平的结论。本书最后两个部分,分析了导致近代股市信息效率低下的市场与制度原因,并认为正是这些因素的综合作用,降低了近代股市的市场效率,从而使得近代股市未能发展起来。

江金彦

2013年11月

目 录



第一章 导论	1
第一节 近代股市发展中的问题与研究意义	1
第二节 研究现状与理论综述	4
一、研究现状	4
二、效率市场假设	5
三、效率市场假设的检验	9
第三节 本书的研究思路与写作结构	11
第二章 近代股市的发展状况	15
第一节 近代股市发展过程鸟瞰	15
一、近代股市的金融背景	15
二、近代股市的发展概况	17
第二节 早期市场的兴起与衰亡	20
第三节 西商主导市场的漫长过程	29
第四节 华商股市的发展与失落	45
第三章 近代股市的信息效率检验	58
第一节 近代股市的总体分析	58
第二节 近代股市的市场有效性检验	64
一、数据介绍	65
二、检验过程	65
三、结论	69
第四章 影响近代股市信息效率的市场因素分析	71
第一节 影响股市效率相关市场因素的理论根据	71
第二节 市场条件因素的限制	73
一、市场规模偏小	73
二、经济金融市场的基础薄弱	78

第三节 市场参与各方条件落后	83
一、市场参与人极不成熟	83
二、上市企业质量偏差	84
第四节 市场运行条件落后	85
一、长期流动性不足与短期炒作并存	85
二、市场长期为少数人所操纵	87
三、市场信息质量低下且信息成本过高	90
 第五章 影响近代股市信息效率的制度因素分析	93
第一节 产生制度影响因素的理论分析	93
第二节 特殊制度安排的消极影响	98
第三节 法制建设滞后,执法水平低下	101
第四节 监管意识的缺乏与政府管制的无效	106
一、市场自律力量弱小	106
二、主动监管无所建树	107
三、政府管制徒有其表	110
第五节 政府的过度干预及无所作为并存	113
 结束语 对近当代中国股市的一些思考	116
 附录 A 根据《申报》所编制的近代股市综合价格指数表	120
附录 B1 西商市场部分股票的票面价格	127
附录 B2 华商市场部分股票的票面价格	130
附录 C 近代上海股市的收益率	132
附录 D 美国股票市场的年回报率 1802—2001	133
附录 E 近代中国若干年份的 GDP	134
附录 F 近代上海部分年份的银行业同业拆借利率	135
附录 G 近代中国及上海部分年份的批发价格指数	136
 参考文献	138
 致 谢	142

第一节 近代股市发展中的问题与研究意义

新式经济的进入、发展极大地影响了近代中国社会^①，新式经济带来了传统经济中偏好、技术和要素相对价格的广泛变化，最终导致了近代中国经济社会永久性变革的发生。新式经济对传统社会变迁的推动作用巨大的，其中公司制就是新式经济组织方式中具有决定性影响的一种^②。公司制的发展无疑是商业革命以来人类经济活动中的一件重大事项。“这些合股公司是无与伦比的，因为它们所具有的合股性质限定了投资者的责任，使投资所起的作用与经营管理的职责相分离，同时，也使人们有可能动员大量资本从事种种商业投机。任何想用少量钱做投机的人，都可以不冒自己整个前途之险而如愿以偿。各投资者无需相识，无需彼此信赖，也无需关心市场具体情况和公司的方针政策。东方的商人由于受到自己或合伙人的财力的限制，由于是从家人或熟人中挑选经理，所以，谁也无法期望与强大的、非个人的合股公司竞争。”^③公司制点燃了中国的现代化之火，尽管它是以一种很特殊的方式进入东方社会中的，但这种融入几乎是很顺畅的，并没有造成很大的文化冲突。公司制的出现带动

① 本书所谓新式经济，是指较之于传统经济新的种类商品的生产及新的组织形式对传统的改造而形成的经济生活中的部分。

② 公司制由特许制向核准制、准则主义及严格准则主义过渡的路径在近代中国并没有得到强力的推进，中国近代各时期政府所制定的相关法律意义重大但实践效果却很差，而公司制对经济的推动作用却不容忽视。

③ 斯塔夫里阿诺斯：《1500年以后的世界》，上海社会科学院出版社1995年版，第27-28页。

了近代经济的发展,使得中国现代形式的经济获得了一个重要的推动力,从而也带来了股票市场的发展。股票作为一种新的财富形式、股市作为一种新的经济组织、现代股份制作作为一种新型的经济制度形式逐渐为近代社会所接纳,并在不同时期不同政治经济条件下产生过极其复杂的影响。资本市场作为财富的一种组织形式,其发展极大依存于社会经济中某些核心要素的品质,并与社会经济的变革紧密地结合在一起。

从世界金融史的历程来看,单就股票交易的出现及正式股市的形成而言,中国经济中两者出现的时间较之于其他经济体的情况并不算太晚。但中国近代的股票市场并没有发育成滚滚巨流从而推动经济的持续增长和社会的现代化,这是一个值得思考的问题^①。近代股票市场一直没有形成一个有效的一级市场,二级市场的发展也一波三折,对中国近代经济的长期绩效似乎没有任何影响。历史是否确实如此,本书将进行深入考察,但影响不明确则是肯定的。

导致这种状况的原因有很多,已有的研究表明,自近代以来资源禀赋的不稳定性一直是导致近代中国社会困难与阻碍其变革的一个核心因素,资本市场发育也毫不例外地受此影响。在资源禀赋极度不确定的情况下,股票市场作为长期金融的一种形式要想得到大的发展似乎是不可能的^②。此外,近代中国信用体系长期处于被分割的状态,特定的集团内部有着一定强度的信用约束,而现代市场经济所需要的信用制度却极不健全,所以不宜实行直接金融^③。近代金融体系发育的深度及广度均很低,企业一直倾向于融资成本最低的内源方式筹资,且有实力的大企业可以直接吸纳社会储蓄,银行业受政治形势影响太多而无法把业务重心放在产业资本的提供上,因而融资成本较高的间接筹资和直接筹资路径难

① 现代股票交易活动以 1792 年纽约股票证券交易所正式成立为标志,同期的华尔街使得“美国作为一个国家获得了空前的繁荣,并使得美国世纪(20 世纪)成为可能”。(〔美〕约翰·S·戈登,祁斌译:《伟大的博弈》,中信出版社 2005 年版。)可见,美国股市的发展对经济增长起着巨大推动作用。但研究表明这似乎只是个特例,Philippe Jorion 和 William N. Goetzmann(1999)分析了 20 世纪各国的股票市场后发现,1921—1996 年,美国股票的真实收益率在全球最高,但其他 38 个国家市场的真实收益率仅为 0.8%。

② 杜恂诚:《金融制度变迁史的中外比较》,上海社会科学院出版社 2004 年版。

③ 杜恂诚:《金融制度变迁史的中外比较》,上海社会科学院出版社 2004 年版。

以得到及时的扩展,进而导致近代股市的不发展^①。缺乏必要的法制环境也是造成近代股市发展困难的原因之一^②。

但就更具体的原因而论,本书认为分析股票市场自身的效率,尤其是分析近代股市的信息效率^③是理解问题的一个关键环节。本书通过论证,得出正是由于近代股市极其低下的信息效率决定了近代原始类型的股票市场无法健康成长并无法对近代经济产生消极影响的观点。导致近代股票市场信息效率低下的原因有很多,其中至少包括两大类因素:一是市场本身的发展不足;二是制度的发育滞后且迟迟得不到有效变迁。这些制度因素又从几个方面表现出来,如传统的商业习惯中与股市这一新鲜事物有着不适应的成分,政府干预、法治与政府管制等方面均存在不足之处或消极影响。而影响近代股市的市场因素则更为多样,情况也更为复杂。

当代股市也有着相似的经历与问题,当代中国经济中的股票交易始于20世纪80年代初,紧随着经济现代化改革的步伐,疾速发展、势如破竹,然而跌宕起伏、泥沙俱下。由于决策者对股票市场的认识 and 态度采取的是相对简单化的实用主义方式,且受意识形态的约束,发轫于20世纪90年代初的正式的股票交易市场从一开始就问题多多。上市公司因流通股与非流通股并存其股权被分割,因股权流动性被分裂、股市价格涨落突兀、无股不庄及炒作成风等弊端而困难重重,几近崩溃之边缘,这是当时政治经济条件下一种政策中庸的结果。因而时至今日,股市似乎还未带给国人确实的心安理得的符合“道”的财富,对中国股市的争论一直没有休停,甚至几番被要求推倒重来^④。总之,中国股市一向没有得到良好的发育。当代股市尽管是与改革开放^⑤中其他经济元素几乎同步发生的,但却没有能像其他元素一样作为一种社会财富真正确立起来。时至今日,尚未能对中国经济社会的发展起到决定性的作用^⑥,没有成为经济

① 朱荫贵:《近代中国股份制企业的特点——以资金为中心的考察》,《历史研究》2001年第5期,第19-29页;朱荫贵:《试论近代中国证券市场的特点》,《经济研究》2008年第3期。

② Zhiwu Chen(陈志武): Stock market in China's modernization process—its past, present and future prospects, 2006年7月提交“中国金融与市场史专题学术研讨会”的主题论文。

③ 所谓信息效率,就是股票市场上价格对信息的反映程度。

④ 吴敬琏:《十年纷纭话股市》,上海远东出版社2003年版。

⑤ 改革开放是中国社会的一个转折点,经济价值成为了社会核心价值。

⑥ 从股市价格行为长期偏离经济发展的基本面可见一斑。

发展的晴雨表,却充当了经济问题的放大镜,股市和股票并没有成为一种基本的经济价值取向而被社会文化所充分肯定。因此,当代中国股市是一个奇特的人工试验品^①,其信息效率也是低下的。

与近代股市相比,当代股市的发展既有自身的独特之处,又能让人看到与“历史的惊人相似”。因此,市场效率依然是当代股市的核心问题之一,相信为分析近代史实所进行的思考对理解当代股市问题会有着同样有益的启示。

本书所研究的这些问题耦合在一起,互为表里、互相依存,通过对这些问题的研究,也许会透露出某些社会变革的更深层力量的信息。

第二节 研究现状与理论综述

一、研究现状

经历改革开放 30 多年来市场经济的高速成长及 10 多年来资本市场的狂飙突进,中国的经济社会呈现出了一种全新的面貌,学术思想和理论成果也获得了全新的突破,中国经济社会发展过程中那些具有延续性特征的元素自然会引起研究者的关注。近代企业史的研究成果在不断丰富,向来并不为金融史研究所关注的近代股票市场研究近期也得到了一定的发展。但目前的研究主要集中在史料知识的增加、制度层面分析和局部市场上的探讨(李玉,2004、2007);或强调市场监管与制度变迁重要性(成九雁、朱武祥,2006;刘志英,2005);也有从相关立法方面来考察近代股市的,认为法律体系的贫乏导致了近代股市的失败,只有良好的法制才能推动股市的发展,同时股市的发展也将推动社会法制的进步,并且强调对内外资本不同的保护程度,可能导致近代中国在世界金融市场上的失衡,从而导致近代股市的失败,提出在开放资本市场的前提下,保护内外投资者具有同样重要的意义^②。这些研究尽管意义非常重要,但也存

① 这一点与所谓带来“中国奇迹”的经济改革一样。

② Zhiwu Chen(2006); William N. Goetzmann, Andrey D. Ukhov, Ning Zhu (2007) [China and the World Financial Markets 1870-1939: Modern Lessons from Historical Globalization, *Economic History Review*, 60, 2(2007), pp. 267-312].

在一定问题,或历史事实支持不够^①,或不够全面系统而使结论显得零零碎碎无法深入。因此,虽然近代中国股票市场的出现和发展是中国经济社会中的一件积极而意义重大的事件,当前近代史研究中对其涉及的也颇多,但相对独立、完整且系统全面的研究却很少见,可能由于近代股市数据的复杂及有效的分析工具直到近期才发展起来之故。本书认为没有深入考察市场运行自身的缺陷是上述研究的共同的不足之处。

二、效率市场假设

研究一个股市的运行情况,关键是考察市场运行的效率,效率是市场经济运行的核心问题。股票市场的效率一般分为“内在效率”和“外在效率”两类。所谓内在效率,是指股票市场自身的运行效率,即股票市场能否在最短时间和以最低的交易费用为交易者完成一笔交易,从而反映出股票市场对资金融通的有效服务和组织。所谓外在效率,是指股票市场对社会资金的分配效率。股票市场作为整个市场体系的重要组成部分,在社会资源的合理配置方面是否最大限度地发挥了应有的机能,应作为股票市场效率评价的核心标准。外在效率主要体现在证券价格与信息之间的关系上,即市场上证券的价格能否对相关信息作出及时、快速的反应,它反映了资本市场调节和分配资金的效率水平。本书所要研究的近代股市的效率问题主要是股票市场的外在效率。其基本内容是:在一定条件下,观察价格对相关信息的反应程度和速度。

这与哈耶克的观点是一致的。他认为:资源的任何配置都是特定决策的结果,而人们作出任何决策都基于给定的信息。因此,经济中所面临的根本问题不是资源的最优配置,而是如何最有效地利用信息^②。

从广义上讲,市场信息是指一切能以不同强度直接或间接影响价格的事件和因素。就股市而言,市场制度的变化、上市公司财务信息的披露、政治事件、自然事件、重要人物的言论等构成其基本的信息因素。按信息源来划分,则有国家机关、证券交易所及证券登记结算公司、信息中介机构、投资者、上市公司等。股市可能是最能体现信息这一现代概念之

^① 见杜恂诚撰写的《资源禀赋与近代中国金融模式的选择》一文中的评述。

^② 这可能是一个耦合性问题:资源配置状况自然会影响到信息机制。

经济意义的一种经济组织^①。直观的信息如政府相关政策法规的出台、指导性意见^②、重要人士的言论、公司行动的内部消息等在股市中有着巨大的影响。就直觉而言,信息在股市上就意味着财富,掌握核心信息的人就是庄家,就是财富游戏规则的制定者。所以,理解信息问题就是理解当代股市发展问题的一把钥匙。

可以用图 1.1 来归纳一下经济信息传递的一般情况^③。

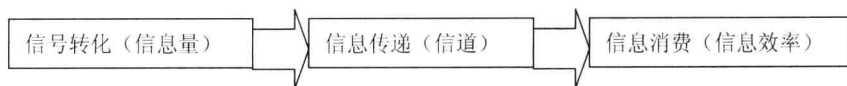


图 1.1 经济信息传递的过程

股市上信息传递的具体过程可以用图 1.2 来表示^④。

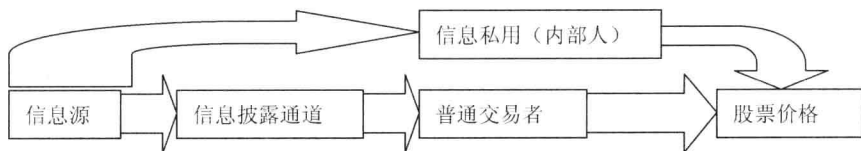


图 1.2 股市信息的传递过程

图 1.2 注释如下：

信息源的形成在于几个方面：①信息披露规范体系。其一般存在的问题有：国家法律，可操作性不强；信息披露规则未必合理；会计准则制定

① 信息论的创始者申农将信息定义为不确定性的减少，其所创立的信息论主要研究一个特定系统所传输的信息量，并不涉及信息对人们的价值问题。

② 1996 年股市暴涨，数次风险提示没能制止上涨步伐。12 月 15 日、12 月 16 日，《人民日报》连发两篇社论《正确认识当前的股市》、《坚定信心规范发展》。股市提前两天做出反应，上证指数在 12 月 12 日、12 月 13 日分别剧跌 5.44%、5.70%。周一（16 日）股市全线跌停，上证指数跌去 9.91%，17 日，再跌 9.44%。4 天连跌，上证指数从 1248 点跌到 905 点。2000 年 10 月，《财经》杂志发表《基金黑幕》一文及吴敬琏与厉以宁、董辅初、萧灼基、吴晓晓、韩志国等人的争论，对股市也起到过类似的影响。

③ Bushman 和 Smith 曾经提供过一个类似的框架。（Robert M. Bushman 和 Abbie J. Smith, 2002, Transparency financial accounting information, and corporate governance, FRBNY Economic Policy Review, 第 12 页。）

④ 尹晨曾提供过一个类似的详细的分析框架。（尹晨：《探寻阳光下的理性繁荣——中国证券市场信息监管研究》，南京大学出版社 2004 年版。）

由财政部而非独立机构制定,有偏重税收倾向。②市场中介机构。如证券公司、证券律师事务所、资产评估事务所、会计师事务所等。

而信息传递的媒介有传统媒体、现代媒体及证券信息中介等。传统媒体自然存在着积极作用和消极作用两个方面的影响,而现代媒体的优势在于网络化、即时化。

信息消费者可以根据需要进行不同的划分,基本上可以分为两类,知情交易者(informed trader)与非知情交易者(uninformed trader)①。

由于股票市场上信息并不直接应用于研究,所以通常的研究是通过股票市场上的价格行为与信息的相关性来间接地进行的,即为满足对股市外在效率研究的需要而进行的。

研究股票市场运行的外在效率,目前主要是基于股市的价格行为研究而展开的。研究股市的价格行为是理解股市的根本,通过对其价格行为的研究可以获得近代股市发展的一个粗略的全貌,即便从表象上也可以获得一些重要的结论。市场经济中的资源配置是通过经济物品之间的相对价格变动来实现的,股票的价格行为很大程度上来自持有者对其个人主观信念的相信程度。个体的主观性及个体之间行动策略的相互依赖,使得股票价格行为研究具有极大的困难。但众多的研究成果相信股票市场价格行为最终会屈服于资本市场规则的万有引力定律,如效率市场假设(Efficient Market Hypothesis, EMH)即是一例,该理论是本书进行分析的理论基点。

效率市场假设是与完全竞争市场理论紧密相连的。由于在一定程度上可以假定任何有价证券之间均可能存在着密切的替代关系,因此证券市场上的交易对象可以满足高度同质性与连续可分性假设;证券市场上的交易对象可以较为方便地实现套利,而进行高频的交易,极大地促进了市场交易的竞争性和频度,使得市场运行成本不断分摊直至影响微小;高频的交易还能使得证券市场上信息高速传递且高效利用,股市上信息的传递近似地满足了瞬时间内完成的假设,即信息几乎能无成本地传递到每个消费者手中,这些都使得证券市场被看成是最接近完全竞争市场的

① 非知情交易者从事证券交易活动并非出自套利行为和获利动机,而是仅仅满足投资组合的流动性需求,也称为流动性交易者,在成熟的市场上是市场流动性的主要提供者。而知情交易者拥有能获得获利信息的交易者,也即能在无风险情况下实现套利交易的交易者。

一个现实经济依据。正是股市作为经济中最接近理想化竞争性均衡的市场经济模型^①,与其相关理论及实证研究对市场经济本质的理解和认知有着相当重要的作用。适用于完全竞争市场的一般均衡理论,对于证券市场有着较高的解释力度。效率市场理论,是该理论在证券市场中的一个具体体现。效率市场假设揭示的正是股票价格与市场信息之间的关系。

尤金·法玛教授(Fama,1970)综合了前人的研究成果,从理论和经验两方面总结并研究了证券价格对信息的反应程度之间的关系,形成了较为完整的效率市场理论^②。根据效率市场理论,股价将对信息及时准确地作出反应,没有信息时保持稳定。而股市上的信息又可以被划分为三类:历史信息、公开信息和所有信息(在前两者之外还包括内部信息),形成三个不同的信息集。按信息在市场上得到反应的程度不同定义了三种效率市场形式:弱式有效市场、半强式有效市场和强式有效市场。

弱式有效市场是这样的一种市场:每个交易者在市场上都按以价格(或收益率)的历史(即历史信息)为基础的交易规则进行交易,不可能有某位交易者通过分析历史价格信息获得超额收益。在这样的市场上,股票价格将只受当前最新出现的消息所影响。

半强式有效市场是这样的一种市场:交易者在市场上按以大家都能得到的公开信息(进一步包括如公司财务报表等专业性信息)为基础的交易规则进行交易,不可能有某位交易者通过最新的消息而得到超额收益。

强式有效市场是这样的一种市场:投资者在市场上按以任何信息(即使是所谓内幕消息也将得以体现)来源为基础的交易规则进行交易都不可能获得超额收益。

这三种效率形式只是将所有的信息集大致地分为三大类,它们之间的准确界限是难以定义的,不过这种划分对于市场效率的经验研究还是相当重要的。这三种效率形式相互联系,强效率意味着半强效率,半强效率又意味着弱效率,但是相反的顺序不成立。也即市场有效性是向下包

① 约瑟夫·斯蒂格利茨提到经典的经济分析是建立在三条基本原则之上的:
a. 自然界拒绝不连续性。b. 自然界拒绝非凸性(否则极值和最优问题将沦为空谈)。
c. 供求关系规律。(转引自马克斯·H·布瓦索:《信息空间——认识组织、制度和文化的—种框架》,上海译文出版社2000年版,第8-9页。)

② Eugene F. Fama: Efficient capital markets: a review of theory and empirical work, The Journal of Finance, 1970, Vol. 25, No. 2, pp. 383-417.

含的,强式有效市场必定能满足弱式有效条件。所以,结合股市发展的历史情况,本书进行了近代股市的弱式有效性检验。根据弱式效率市场理论,当期股票价格反映了该股票所有的历史信息。在弱式有效市场中,投资者不可能从股票历史价格数据中发现被错误定价的股票,用于获得超额利润。

三、效率市场假设的检验

对上述三类理论假设进行检验是股票价格行为研究的一个重要部分,本书分别作简要的介绍如下。

对效率市场的强式检验是上述三种类型检验中最复杂、也最难进行的一类。首先,内部人的界定本身并不容易;其次,何谓内部人所掌握的信息也不容易确定。但研究者还是找到一些对强式有效市场经验检验的具体方法,如:①事件研究,通过股票价格对信息的反应速度和方式进行判断。②寻找方式,通过股票价格的变化是否存在某种方式如对风险收益率变化是否稳定来判断。③检验行为,通过专业投资者是否能获得超额利润来判断^①。考察专业投资者是一种间接的方法,这些团体如投资银行、基金等,它们拥有巨大财力,是市场上决定性的力量,可以看成是内部人的一个代表。如果专业投资者的研究成果,即它们所掌握的内部信息没能为市场所吸收的话,那么它们就可以获得超额利益。研究表明,在美国市场上,几乎没有一个专业投资者能持续获得具有超越市场的表现,不同专业投资者之间的收益率之差在剔除风险因素后,只有运气而已;进一步剔除市场摩擦和获取内幕消息的成本后,则内部人盈利几乎完全消失。这说明至少在在一定程度上,市场可以满足强式有效假设^②。

对半强式有效市场的检验,关键在于股票价格是否反映所有公开的信息,通常重要的有公司公布的报表、公司的会计质量、公司治理状况及公司的战略行动等。较多使用的方法有“事件研究”法、累计超常收益分析法,还有常见的一种方法就是检验新股发行(IPO)后股票价格波动状况分析等。研究发现,在美国市场上股票价格对任何有关新信息的反应时间几乎是瞬时的,一般在5~10分钟内,且随着信息交流技术手段的不断提高,这一速度还在不断提高。

① 李翀:《金融资产投资》,中山大学出版社2002年版,第28-29页。

② 伍海华、李道叶、翟锋:《资本市场复杂性》,经济科学出版社2003年版。