

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·罗伯茨 (Harry·V·Roberts) 的市场有效性三

种形式理论等，虽均对股票市场效率作了局部的、萌芽式地探索，但如果真正要把股票市场有效性理论不分青红皂白地归类于股票市场效率理论则显得有些牵强。因为股票市场效率理论极力主张股票市场的效率要靠参与者的多样化和结构的合理匹配、流动性的增强、法律的规范、市场的开放、监管的强化、调控的合理等措施来提高，而股票市场有效性理论则认为有效性主要不是通过上述措施来提高的。可以肯定地说，一百年前西方国家股票市场的上述措施远没有今天健全，足以认定那时的股票市场效率是低下的，但不能否定那时股票市场的有效性，因为投资者在作出投资决策时已经知道上述既成事实，这些信息已反映在股票价格中了。

(3) 或立足于成熟股票市场。从本质上讲，股票市场效率如何与股票市场规模程度、发育程度及对相关信息的反应程度和速度有关。不同成熟程度和反应速度中的理论其实用性是不一样的，由于成熟程度和反映速度上的差异性，对于西方可能是切合实际的理论，在我国却不一定适用，客观上需要探索出切合中国实际的股票市场效率理论。

2. 缓解现实压力：呼唤股票市场效率理论指导

一方面，股票市场效率对于我国现在许多股票市场的参与者和从事股市宏观调控的领导者来说都是一个崭新的课题，如果说在过去试点的情形下，没有效率的观念尚可以谅解的话，那么，在股票市场初具规模的今天，关注效率可能比关注速度更重要。亚洲金融危机已向世人证实，稍有不慎，无需太久的时间就可以将通过股市积累起来的几十年经济成果和社会财富化为乌有。从追求速度到追求效率可以说是我国股票市场的一次革命性的飞跃，对于这样一次飞跃，必须有理论作先导。否则，想飞跃，也无从实现。另一方面，中国作为一个发展中国家，相对于发达国家来说，研究提高股票市场效率的理论方法具有更迫切的要求。这是因为：第一，资本稀缺性大大超过发达国家，只有通过股票市场

将有限的资本进行最优配置，才能满足经济超速发展的需要。第二，股票市场本身运行的不规范，导致大量的资本被无端地浪费掉了，急需要通过提高股票市场效率，减少这种“内耗”。正是基于股票市场发展的上述两个深层呼唤，加之股票市场本身的巨大魅力，像磁铁一样吸引着笔者去在股票市场效率这一领域进行孜孜求索，去发表自己的虽然尚不成熟，但却是发自肺腑的见解，试图在本文构建一个全新的研究视角，即以效率为核心，宏观结合微观的股票市场分析框架，并运用这一理论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。

二、股票市场效率：全面探讨的有利元素

就现时股票市场内部和外部所具备的条件和环境而言，对股票效率问题的探索不仅十分必要，而且时机也日臻成熟。

1. 外部环境：为股票市场效率研究开创了前所未有的机遇

从外部环境考察，研究股票市场效率有两大有利条件：

(1) 经济增长战略的转移为股票市场效率研究奠定了坚实基础。1995年9月，中共中央通过了关于制定国民经济和社会发展的“九五”计划和2010年远景目标的建议；1996年第八届全国人大第四次会议制定了“九五”和2010年远景目标纲要，提出了在此期间要实现两个具有全局意义的根本转变，即经济体制要从计划经济体制向社会主义市场经济体制转变，经济增长方式要从粗放型增长向集约型转变，同时提出了“依靠市场竞争，促进现有生产合理流动和优化重组”，“通过存量资产的流动和重组，对国有企业实施战略性改组”。第一次把资产存量的流动和重组等提高效率的字眼提到了前所未有的重视程度。1998年底召开的中央经济工作会议，高层领导再次把质量作为强调的重点，指出：“在保持

一定的经济适度增长的同时，要把工作的着力点放在优化结构、提高经济增长的质量和效益上来”。并对经济发展速度与质量的关系作了这样的新阐述：“在发展社会主义市场经济条件下，速度指标应当是预测性的、指导性的，不是计划经济体制下的指令性指标；我们要的是实实在在、没有水分的速度，是协调发展、讲求质量的速度……要坚持速度、结构、质量和效益的统一。”凡此种种迹象表明：重视质量将成为未来经济发展的主旋律，这为股票市场效率研究和现实股票市场效率的提高提供了必要的前提。

(2) 存量调整为股票市场效率研究提供了良好的社会环境。90年代以前，我国的经济是“短缺经济”、卖方市场，在此情形下，矛盾的焦点是供应，按萨伊的说法是“供应能够创造自己的需求”。只要生产出产品，就会有人购买，哪怕是质次价高的产品也十分抢手，此时的厂商只关心产品数量而无暇也无需顾及产品的质量，虽偶尔也有局部的结构调整，但那不是主流。而进入90年代以后，我国的国民经济呈现出“存量调整”与“增量改革”并存的局面，“短缺经济”变成了“相对过剩经济”，尽管是较低层次上的“过剩”。1997年第三次全国工业普查的数据表明，我国绝大部分工业品生产能力都存在着不同程度的置闲，普查的113种类别的工业品中，生产能力利用率在60%以下的有42种，占37.7%。如表1-1所示。

表1-1表明，目前我国主要工业品的生产能力均未得到充分利用，其中又以消费品尤其是传统家电耐用消费品最为突出。如自行车的利用率仅为54.5%，家用冰箱仅为50.4%，洗衣机仅为43.4%，空调仅为33.5%。由于生产能力闲置，势必会导致产品的过剩、厂房和设备的闲置以及大量的不良债务和资产需要重组和盘活。同时，在“存量调整”这一大背景下，我国有几十万个国有企业需要进行抓大放小，有数万亿元经营性国有资产需要保全，有五万多亿元的居民存款和三万多亿元的企业存款需要寻找投资顾问。此外，非国有经济也面临着经济结构的转型，科教兴

**表 1-1：1997 年第三次全国工业普查主要工业品
生产能力利用率统计表**

产 品 名 称	年 生 产 能 力	利 用 率
炼 钢	11680 (万吨)	81.6%
水 泥	65200 (万吨)	72.9%
烧 碱	620 (万吨)	86.1%
纯 碱	690 (万吨)	86.1%
农用化肥	3500 (万吨)	72.6%
化学农药	100 (万吨)	41.6%
乙 烯	257 (万吨)	93.3%
汽 车	327 (万吨)	44.3%
摩 托 车	1340 (万辆)	61.6%
彩 电	4460 (万台)	46.1%
化学纤维	450 (万吨)	76.4%
自 行 车	8200 (万辆)	54.5%
家用冰箱	1800 (万台)	50.4%
洗 衣 机	2200 (万台)	43.4%
空 调	2020 (万台)	33.5%

国、知识经济的大潮均需要提高产品结构上的科技含量。诸如此类的存量调整问题均需要利用股票市场的导向功能和资源配置功能来实现。可以说，借助股票市场实施存量调整、盘活存量并取得实质性成果的过程，实质上也就是股票市场效率提高的过程。

2. 内部条件：深入探讨股票市场效率问题的时机日臻成熟

从内部条件考察，与过去相比，时下研究股票市场效率至少有三大优势：

(1) 随着股票市场规模迅速扩大, 股票市场的规模效率正在开始显露。自 1990 年证券交易所开办以来, 我国的股票市场至今已走过了九个春秋。九年来, 股票市场规模由小到大, 由地区性市场迅速拓展成为全国性市场。这主要表现在:

①上市公司家数由 1991 年的 23 家, 增加到了 1998 年的 851 家, 增加了 37 倍, 年平均增长 5.3 倍。

②股票发行股本由 1990 年的 3.64 亿股, 扩大到了 1998 年 11 月底的 2322.46 亿股, 增长了 638 倍, 年平均增长 79.45 倍, 历年发行情况如图 1-1。

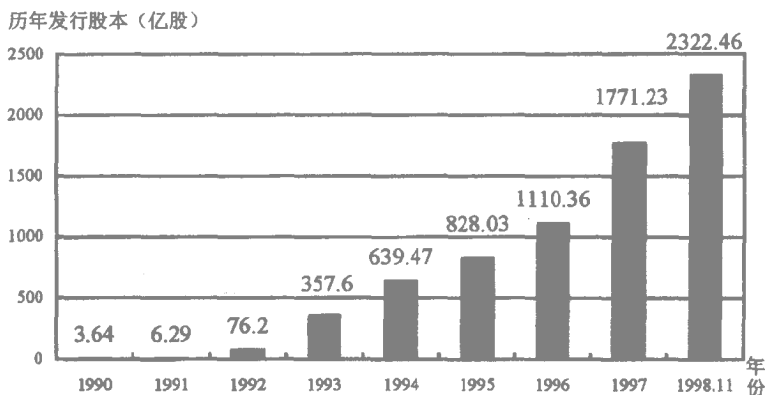


图 1-1: 股票历年发行股本示意图

③股票历年市价总值由 1990 年的 30.58 亿元, 增加到了 1998 年 11 月底的 21082.43 亿元, 增长了 689 倍, 年平均增长 86.18 倍。详细情况如图 1-2。

④历年筹集资金总额由 1992 年的 94 亿元, 增加到了 1998 年 11 月底的 696.15 亿元, 增长了 7.4 倍, 年平均增长 1.23 倍。详情如图 1-3。

⑤投资者开户人数由 1991 年的 36.69 万户, 增加到了 1998 年 11 月底的 3889 万户, 增长了 106 倍, 年平均增长 15 倍左右,

历年市价总值 (亿元)

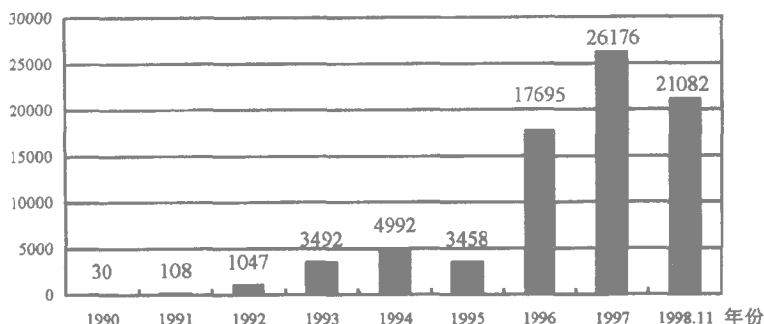


图 1-2：股票历年市价总值示意图

筹资额 (亿元)

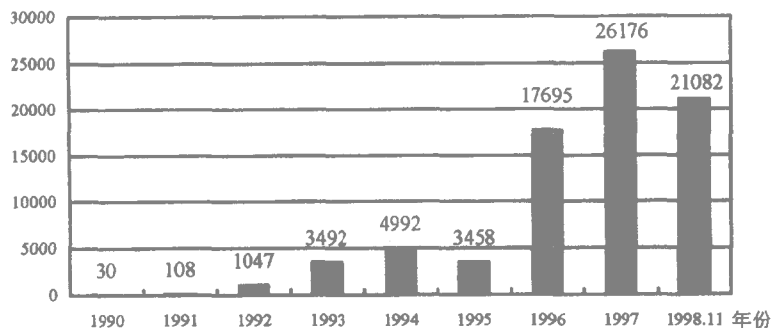


图 1-3：历年筹集资金总额示意图

详情如图 1-4。

按照我国的国情，每一个投资者背后通常有一个家庭作为支撑，这就意味着直接间接介入股票市场的已有 1.5 亿左右的人口，结合网点布局、投资意识等相关因素，城市投资者的容量虽尚未达到极限，但潜在资源正逐渐被充分挖掘。

⑥股票市场总市值占当年 GDP 的比重，由 1994 年的 7.9%

开户人数 (万户)

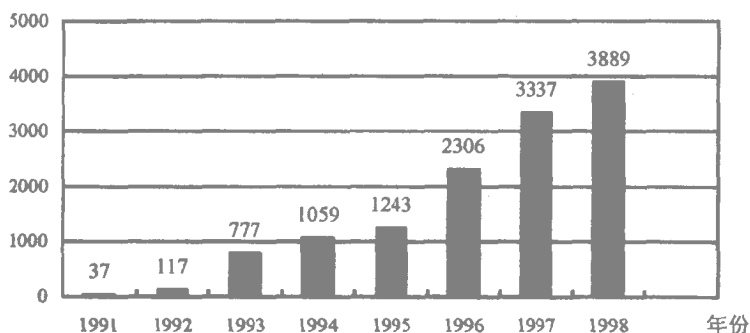


图 1-4：历年投资者累计开户数示意图

提高到了 1998 年 11 月底的 28.19%，年平均提高 5.07%。详细情况如图 1-5。

历年股票市值占 GDP 的比重 (%)

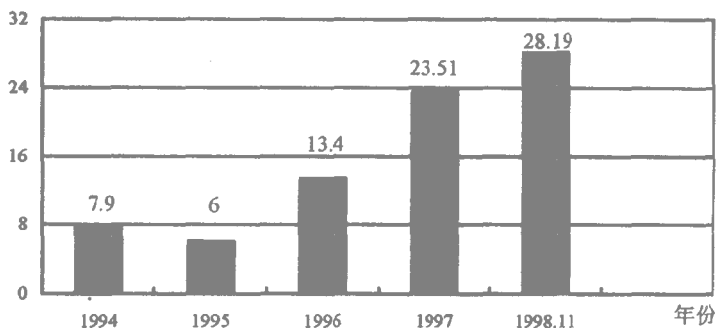


图 1-5：历年股票总市值占当年 GDP 的比重示意图

⑦行业分布由 1991 年的以商业和房地产公司为主，扩大到目前的交通运输、能源电力、建材、建筑、冶金、机械制造、电子通讯、化工、医药、汽车、纺织服装、家电、酿酒食品、商贸旅游、金融地产、农林牧渔、综合等 20 多个行业。

⑧地域分布由 1991 年只有一家异地上市公司,发展到目前异地上市公司约占 70%以上。同时,还积极推动境内企业海外上市和发展 B 股市场,截至 1998 年 12 月底,已有 43 家境内外企业海外上市,累计筹集资金 100 多亿美元,有 105 家公司成功发行 B 股,筹集资金 46 亿美元。

股票市场规模的迅速扩大和品种的多样化,无论是为提高筹资效率,还是为提高投资效率;无论是为提高中介效率,还是为提高流动效率;无论是为提高规范效率,还是为提高创新效率;无论是为提高开放效率,还是为提高监管效率与调控效率,都打开了广阔的空间。

(2) 技术和运行机制的创新为股票市场效率的提高提供了硬件条件。这可以从两个方面分析:①从技术创新来看,我国股票市场的历史虽然十分年轻,但技术创新却异常迅速。首先,证券交易所处理能力的不断升级为股票市场交易效率的提高提供了技术基础和保证。几年来,深圳证券交易所交易主机由 PC 机升级为 TANDEM;结算主机由 PC 机升级为 AS400。上海证券交易所也将交易结算系统由 HP9000 改为 AS400。由于交易主机的升级换代,上海证券交易所电脑主机的撮合速度由 1990 年开业之初的每秒 6 笔,提高到 1995 年的每秒 5000 笔。目前,上海证券交易所日撮合能力可以达 1000 多万笔,这样的主机配对速度,即便是与成熟的股票市场相比,亦可名列前茅。同时,沪深两个交易所通过卫星传送的数字广播传输网络已经能够将交易所任何时点发布的信息在不超过 0.5 秒的时差内传递到遍布全国的数千个终端。其次,交易手段的革命性变革,使交易手段高度电子化。纵观我国股票市场这几年的发展历程,交易手段电子化的趋势十分明显,由最初的人工委托、人工竞价、电脑辅助交易,发展到今天的通过卫星网络的自动撮合交易、电脑记账、电话委托、图文电视、无线行情接收、可视电视、远程终端及通过互联网络和计算机终端进行的“网上交易”。由于先进的技术手段被我国股票市场不断地引进和

广泛采用，使我国股票市场呈现出若干新变化。一是提高了交易能力和速度。证券交易所计算机系统的升级换代不仅提高了交易所与异地券商、股票市场的通讯容量和速度，而且也提高了交易、清算数据处理的容量和速度。二是扩大了客户群体。交易手段的电子化虽然使传统的营业部体制有相对萎缩的趋势，但同时也为网点集中创造了条件。这主要是因为，高度电子化一方面使无纸化交易成为现实，为集中交易提供了比之实物交易更为方便的条件；另一方面打破了时间和空间的限制，使得每一个有能力参加投资的投资者不论远近，不论时间都成为潜在的客户，交易机会、参与意识、参与人数都有可能成倍递增。三是降低了交易成本。高度电子化势必在券商中出现“机器排挤人”的现象，使得委托、验资、报单、交割等越来越多岗位变得多余，券商营业部柜台人员越来越少；同时，高度电子化使客户可以“将大户搬回家”，从而节约了投资者的时间和精力，进而节约了投资者的机会成本和社会成本。②从运行机制创新来看，虽然是初步的，但已显现出效率的曙光。首先，股票的发行从领导带头认购、新股认购证抽签、大额定期存单抽签，发展到上网竞价发行和上网定价发行。特别是上网竞价发行方式的采用，既确保了公开、公平和公正性，也大大提高了发行效率。其次，股票市场品种由最初的单一 A 股，发展到了 B 股、H 股、N 股、S 股、ADR（存股证）；从单一股票，发展到投资基金、可转换债券；从投资方向不明的投资基金发展到方向明确的证券投资基金；从网下基金发展到联网上市的基金等，在一定程度上起到了活跃市场的作用。再次，股票市场监管有了长足的进展。如凡中报中有增资配股预案的应经审计部门审计；对部分上市公司实行涨跌幅“5%”的特别处理（ST）以及连续三个交易日涨跌停者应予以公告的制度；证券投资咨询业实行资格证书制等，在一定程度上起到了限制市场操纵、内幕交易等不正当交易行为和违规行为的作用。

（3）试点色彩渐渐淡去，为我国股票市场效率研究清除了思

想上的浮云。1992 年初，邓小平同志视察深圳时指出：证券、期货这些东西究竟好不好，有没有危险，是不是资本主义独有的东西，社会主义能不能用？允许看，但要坚决地试，看对了，搞一两年，对了放开；错了纠正，关了就是了。总设计师的这番话，将我国的股票市场推向了试点期。1992 年以后，特别是从 1995 年底开始，我国股票市场步入了高速成长期，其在国民经济中的重要地位和作用已远远超越了“试点”二字所能囊括的含义，急需需要我们给予更高的评价。于是，1997 年朱镕基总理在辽宁考察国有大中型企业时指出：“随着中国股票市场的日益规范和稳定发展，通过股市直接融资，可以成为国有企业筹集资金的重要来源。”无独有偶，1998 年 8 月 18 日江泽民总书记在《证券知识读本》上作出了类似的重要批语：“实现社会主义市场经济，必然会有证券市场，建立发展健康、秩序良好、运行安全的证券市场，对我国优化资源配置，调整经济结构，筹集更多的社会资金，促进国民经济的发展具有重要的作用。”这既是对社会主义股票市场理论的重要突破，也是对邓小平关于股票市场论述的重大发展，股票市场在社会主义经济体系中的地位已得到了党和国家第三代领导集体的充分肯定。如果说，在 1996 年以前的试点期，因股票市场的规模太小、结构过于单一、参与者人数不多，股票市场效率研究意义不大的话，那么，随着股票市场步入稳定发展期，股票市场效率研究就不仅应该，而且也有可能被提高到重要的议事日程。因为：①在股票市场规模大大扩大的背景下，股票市场效率的些许提高，可以带来社会资金的大量节约。②在股票市场结构日趋复杂化的今天，股票市场结构的合理匹配，可以促使社会资金在较大范围内有效利用。③在参与者人数甚众的前提下，股票市场效率的些许下降，可以带来为数不少投资者的账面和实际价值的损失。因此，股票市场由试点转入稳定发展的过程，也就是股票市场效率研究被日益重视的过程。

三、股票市场效率：一个亟待厘正的概念

股票市场是现代市场体系中一个举足轻重的组成部分，其效率如何已成为推动或制约整个经济发展的重要因素。我们惟有在全面认识股票市场效率内涵和外延的基础上，才能进而找到切合实际的提高我国股票市场效率的途径。

1. 应该矫正的公式：效率 = 有效

精通股票市场技术分析的同仁可能都知道，技术分析有一条重要的假定，即市场有效。在此理论的支配下，股票市场是否具有效率以及用什么标准去测度股票市场效率历来不是西方股票市场理论研究的重心，即使是有些学者也曾某些场合偶尔提到“市场效率”这一术语，但也仅仅是把市场效率简单地地区分为运行效率（或内部有效）和定价效率（或外部有效）^①。前者所探讨的仅仅是股票市场的交易成本；后者所深究的仅仅是股票价格与有关信息的关系。在我国长达数年之久的股票市场理论研究中，虽有些关于股票市场效率研究的散见论述，但大体上都沿用西方学者的研究思路，把股票市场效率与股票市场有效性混为一谈，即认为股票市场效率主要是指股票市场价格能够充分反映各种信息。应该承认，股票市场效率研究可以吸纳股票市场有效性的某些有益成分：

(1) 股票市场效率可以吸纳股票市场有效性理论的一个重要前提，即投资者具有理性预期。如股市有效性假说的权威代表法马(Fama)认为，假设 $t-1$ 时期的各种股票价格依赖于未来 t 时期的股票价格的联合概率分布的特征，那么市场有效性要求在决定

^① [美] 弗兰克·J·法博齐等著，唐旭等译：《资本市场：机构与工具》，经济科学出版社，第 142 页。

$t-1$ 时期的股票价格时, 市场正确地运用了所有可获得的信息, 而这些信息恰恰是被人们用来估计 t 时期股票价格的联合概率分布, 故有: $f(p_x | \phi_{t-1}) = f_m(p_x | \phi_{t-1}^m)$ 。其中: $p_x = (p_{1t}, \dots, p_{nt})$ 是 t 时期各种股票价格的向量; ϕ_{t-1} 是 $t-1$ 时期可获得的所有信息的集合; ϕ_{t-1}^m 是 $t-1$ 时期市场实际利用的信息的集合; $f_m(p_x | \phi_{t-1}^m)$ 是市场在 ϕ_{t-1}^m 条件下估计的 t 时期价格的概率密度函数; $f(p_x | \phi_{t-1})$ 是信息集 ϕ_{t-1} 所隐含的真实的 t 时期价格概率密度函数。因此, 在一个有效的市场中, 在决定未来价格的概率密度函数时, 市场利用了所有可获得的信息。反之, 在一个无效的市场中, 在决定 $t-1$ 时期的价格时, 市场忽略了信息集 ϕ_{t-1} 中的某些信息, 或者错误地使用了信息。上述有关投资者理性预期的有效性分析, 对于高效、成熟的股票市场来说, 同样是必要的。因为“博傻”投机者的大量存在, 不仅是股票市场剧烈波动的根源, 而且也往往是引致股票市场危机的导火索, 所以, 只有理性投资, 才有助于股票市场整体效率的提高。

(2) 股票市场效率与股票市场有效性理论有着共同的追求, 即市场完善。无论是高效率的股票市场, 还是有效性的股票市场, 其理想境界都要求: ①整个市场尽可能和谐, 没有摩擦, 如最低的交易成本和税收; 所有的资产尽可能地可分割、可交易; 妨碍效率的限制性规定越少越好。②整个市场趋于充分竞争, 所有市场参与者都是价格的接受者。③信息成本趋近于零, 所有市场参与者尽可能同时接受信息。④所有市场参与者的行为都趋于理性, 并追求效用最大化。

此外, 股票市场有效性理论的某些成果, 可以在提高股票市场效率时大胆采用。如一个有效率的市场需要有一大批股票市场分析专门人才、交易商、套利者, 特别是机构投资者的见解; 一个有效率的市场需要连续、一致、透明的股票市场政策的认识等均可被借用到股票市场效率研究上来。

然而, 股票市场效率毕竟不是股票市场有效性, 二者的区别

主要表现在：

(1) 核心不同。股票市场效率理论的核心是股票市场运作的效果，为了达到理想的效果，或要从筹资者、投资者、中介等市场参与者入手来实现；或要从总量均衡、结构匹配的合理调控中实现。而股票市场有效性是指价格已经充分反映了所有可获得的信息，其理论核心是股票价格的随机性，只要股票价格能够反映所有有关信息，就说明股票市场是有效的。按股票市场有效性理论的见解，股票市场的生命力和对千百万投资者的吸引力，正是基于股票价格的随机性，企图以新古典供求关系曲线来分析股票价格总水平的方法是不科学的，股票市场不存在所谓总量平衡和结构合理的问题，就是对某一股票而言，供求关系也不是影响该股价的主要因素，人们在分析股价的时候，必须摆脱供求关系决定论的方法论，而代之以“信息决定论”。

(2) 研究范围不同。股票市场效率研究的领域甚广，除了把股票市场有效性理论的“定价效率”和“营运效率”纳入了研究的视野以外，还要研究筹资效率、投资效率、中介效率、流动效率、规范效率、创新效率、开放效率、监管效率、调控效率等。

(3) 划分种类的标准不同。股票市场效率理论划分市场的标准有三：一是“大、小”。所谓“大、小”是指“宏观”和“微观”的意思。即按大小的标准可以将股票市场效率理论划分为宏观效率理论和微观效率理论。二是“高、低”。即按效率的高低，可以将股票市场效率理论划分为高效市场效率理论与低效市场效率理论。三是成熟度。即按股票市场成熟程度可以将股票市场效率理论划分为成熟股票市场的效率理论和非成熟股票市场的效率理论。而股票市场有效性理论则是单一地针对作用于股票价格的信息集范围把股票市场有效性理论划分为：①弱式有效市场。在这里，股价凝聚了所有历史信息，因此，投资者无法利用过去股价所包含的信息获得超额利润。②半强式有效市场。股价不仅反映了当前所有公布于众的信息，使投资者不仅无法从历史信息中

获得超额利润，而且也无法通过分析当前的公开信息获得超额利润。③强式有效市场。股价不仅反映了半强式有效市场所包含的信息，而且也反映了内幕人士所知的信息，使投资者即使拥有内幕消息也无法获得超额利润。并认为三种市场存在着单向包容关系，强式有效市场的成立，隐含着半强式和弱式有效市场的成立；半强式有效市场包容着弱式有效市场。如图 1-6：

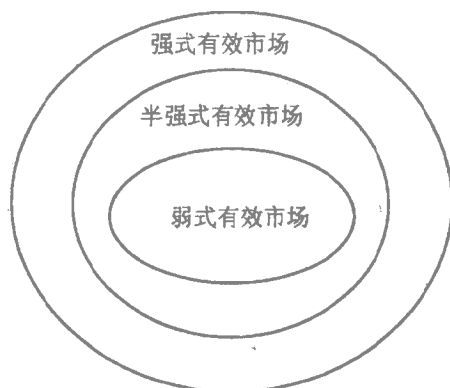


图 1-6 强式、半强式、弱式市场
单向包容关系示意图

从图 1-6 中可以看出，有效性理论在划分市场种类的时候并没有包含“效率程度”的分析，实际上，许多外国经济学家在对欧美股票市场进行数据实证检验后也只是证明了弱式有效市场理论的成立。

2. 可以归纳的定义：对经济效率的贡献

股票市场效率虽然可以从不同的角度来进行分门别类的定义，但从整体上来看，股票市场效率应该是反映股票市场容延度的扩大和内涵度的提高所带来的经济增长与取得股票市场容延度扩大和内涵度提高所付出的经济代价之间的比例关系，即股票市

场对经济效率的贡献。这种贡献既可以从总产出与总的要素投入的比例上反映出来，也可以从总产出与单项要素投入的比例关系上反映出来。前者可以视作为宏观效率，后者可以称作为微观效率。按照西方经济学的普遍观点，股票市场效率当属微观经济学的范畴。但我认为，对于市场基础尚不完善的发展中国家来说，由于并不存在经济运行中的“一般均衡”的条件，因而也是一个重要的宏观经济问题。即股票市场效率来源于个别资本报酬率与平均资本报酬率之间的差别中，通过资本投入方向上的不断变化和调整，保持微观经济的竞争优势和实现宏观经济效率的最大化。不过，需要指出的是，笔者在强调股票市场效率研究要从宏观角度分析的同时，亦特别重视对股票市场效率进行分门别类的剖析。股票市场对经济效率贡献的途径有很多，但归纳起来主要表现在以下几个方面：

(1) 通过资本要素对经济效率的贡献。资金是国民经济运行的血液和国民经济增长的第一推动力和持续推动力。股票既是融资的工具也是配置资金的媒介，通过股票市场发行和交易股票，公布股票的价格、收益以及相关的信息，可以诱导资金所有者选择投资目标和通过为整个经济系统营造公平市场竞争环境而形成投资的收益参照系，在公平、公正、公开的原则下形成合理的股票市场比价结构，引致社会资金向资金收益率高的产业部门和企业流动。因此，股票市场强化了市场机制对资金流动的导向力度和深度，拓宽了市场经济的融资系统和增强了市场经济的融资能力，优化了资金的使用结构和提高了资金的产出效率。股票市场的这种资金配置效率具体可以从横纵两个方面考察。从横向上看，资金配置效率与资金投向的地区、部门、行业、产品的宏观布局有关，很显然，高效率的股票市场不可能将有限的资金平衡地分布于各地区、部门、行业和产品，而只能有选择地加以扶持，并通过选择和布局后的发展扩散，带动经济的全面发展；从纵向上看，资金配置效率与筹资项目的资金增强程度有关。1998 年我国沪深