



对资本市场有效假说的评论

长城证券有限责任公司 李国运

一、有效市场假说：一个实证成果

资本市场有效假说是芝加哥大学教授费玛在对股票市场价格进行实证研究后提出的一个理论。该假说认为，在一个充满信息交流和信息竞争的社会里，一个特定的信息能迅速被投资者知晓，随后，股票市场的竞争使证券价格充分、及时地反映该信息，从而使得投资者根据该信息所进行的交易不存在非正常报酬，而只能赚取市场平均报酬。费玛认为，资本市场的基本功能就是分配经济活动中资本的所有权。只要市场充分反映了现有的全部信息，市场价格代表着证券的真实价值，那么这样的市场就被称为有效市场。

学术界按证券价格对不同信息的反映程度，将资本市场区分为三种类型：

1.弱式有效市场。市场上参与交易的所有投资者均掌握了某一特定证券的历史(自上市以来)价格变动情况及这些变动所反映的一般信息。

2.半强式有效市场。所有公开可用的信息都假定被反映在证券价格中，不仅包括证券价格序列信息，还包括公司财务报告信息、经济状况的公告资料和其他公开可用的有关公司价值的信息、公布的宏观经济形势和政策方面的信息等。

3.强式有效市场。可以假定在这一市场上所有参与交易的投资者都掌握了有关某一特定上市公司的业绩及其内在价值的所有信息，而无论其公开与否。这是最大限度的市场效率概念，其假设所有相关信息(包括内部信息和公开信息)均能在证券价格中反映出来。

二、有效市场假说：一种争议最大的理论

资本市场有效假说的支持者认为，资本市场是有效的，至少是以弱式或半强式的形式出现。他们的依据是基于这样一种逻辑推理，即预期投机使价格隧道变窄，价格波动幅度减小，从而促使市场更为有效。这一理论同时也被许多人认为是已为实践所证明了的理论。美国两位会计学教授的研究分析表明：一个成熟的股票市场常常提前12个月即已开始预期一家公司的年度利润，在该公司最后公布年度报告时的那个星期，股价呈现出最大的变化以反映与利润有关的各项数据信息的变化，股价通常在几天内即完全、充分地吸收了该信息所能给市场带来的所有冲击。

反对这一理论的人则有不同的看法。其中一种观点认为，这一理论全面否定了多年来行之有效并仍在指导市场的运作和管理机制。具体而言，如果弱式有效假设成立，则技术分析将失效，所有的股市曲线、图表的制作者们将失业，因为既然过去的股价与今后毫无联系，那我们还制作、研究这些曲线、

图表做什么？如果半强式有效假设成立，则所有的股票价格都是平价的，无所谓低价股票或高价股票的概念，基本面分析将失效，那我们还研究上市公司的基本面数据及其与股票价格的关系做什么？如果强式有效假设成立，那我们就更没有必要花费人力资源、物质资源去管制和惩罚内幕交易了。

三、有效市场假说：一种乌托邦

本文认为，资本市场有效假说是一种建立在市场无摩擦、信息完全对称基础上的真空模型。事实上，资本市场并不可能充分有效，因为信息不可能充分有效地传播，也不可能充分及时地反映在股票价格之中。

1.信息不可能充分有效地传播和接收。

首先是信息的传播问题。信息不对称理论认为，交易的某一方往往掌握比另一方更多的信息。在市场经济条件下，市场的有效运作需要交易双方之间有足够的、公允的、平等的、共同的信息。如果市场信息严重不对称，就可能限制市场功能的发挥，在极端情况下会使整个市场不复存在。信息不对称的现象在一定程度上普遍存在，资本市场不仅存在着企业管理当局与投资者之间的信息不对称，而且存在着投资者之间的信息不对称。

其次是信息的接收问题。资本市场是一个成千上万个交易者之间博弈的市场，参与者既不清楚自己明确的交易对手是谁，市场也不可能出现参与者同时接收完全一样信息的状况。即便是获得的信息完全一样，市场参与者也存在兴趣不同，理念各异。而关注的领域、重点不同，对信息接收的程度和领悟程度当然也就不同。

再次是信息处理问题。即便是交易各方获得的信息完全一样，成千上万个交易者的地位、学识、财力、能力等不可能完全相当，即使大体相当，交易各方之间也会存在对信息取舍和投资偏好的差异。这种差异使得使用同一信息的交易各方往往会作出不同的投资决策。特别是，会计信息是一种专业性很强的信息，不经过专门的训练，一般投资者很难读懂复杂的数据和指标中透露的真实含义。

2.价格不可能充分及时地反映在可获得的信息上。

一是因为市场上存在“噪音”即虚假信息。在信息时代，市场上既有与上市公司交易直接相关、与股价密切联系的信息，也有与其基本面数据、基本资产价值毫无逻辑联系，但同样对证券价值具有影响力的信息，即所谓的“噪音”。各种各样的“噪音”的干扰，使得市场的基本面价值及其派生信息无法充分地体现在股价上。

二是因为资本市场的定价因素。马克思把证券价格的决

定因素归结为资本市场交易者对收益的预期、所获信息的可靠程度和利率。而凯恩斯则认为,资本市场上股票价格乃代表证券市场所有投资者的平均预期。由于资本市场影响价格的各种因素多而复杂,因此,对资本市场的价格进行长期预测几乎是不可能的。市场投资者所要做的工作就是把长期预期转化为连续不断的短期预期,并对这种预期不断地进行修正,然后进行投资决策与操作。

三是因为资本市场供求关系的影响。资本市场既然是一个市场,证券既然是一种特殊的商品,那么必然体现价值规律,因而证券的供需之间也就不可能建立起直接、持久的平衡关系。受供求关系的影响,资本市场的价格必然会围绕价值上下波动。即便是资本市场的某一时刻的价格充分反映了信息,由于现代社会信息可能被迅速知晓,受供求关系影响,也会放大或缩小实际价格,这就是资本市场起落较大的原因之一。即使是某种股票信息同时被传播和接收,市场参与者几乎同时作出同样的决策,成交也会按委托的时间排序成交,先后之间也会存在价格差异,也会存在一定程度的非正常报酬。

四是因为资本市场获利的特性。投机性是资本市场存在的重要因素之一。适当的投机行为能活跃资本市场人气,通过合理挖掘信息资源博取时间差所产生的收益是资本市场的魅力之所在。而依据有效资本市场假说,如果弱式有效市场存在,则技术分析将失效,资本市场将失去其投机性;如果半强式有效市场存在,则基本面的分析也毫无意义,资本市场的魅力将大打折扣,资本市场也许只会独有债券市场;如果强式有效市场存在,则一切尽在掌控中,整个市场的资源配置功能达到完美无缺的程度,作为市场经济组成部分的资本市场将没有继续存在的必要。

四、“有效”:一个最基础的定义

本文不赞同资本市场有效假说,但并不否认资本市场效率的存在,也不否认信息的传递对资本市场效率的重要性和巨大影响。一个具有悠久历史和广阔发展前景的资本市场不可能是一个没有效率的市场。如果这个市场长期是低效的,它也不会存续一百多年,并在当今市场经济中发挥越来越重要的作用。无疑,资本市场是有效率的。关键是,什么是资本市场的效率,如何定义资本市场的效率。

对于有效性,《新帕尔格雷夫经济学大词典》认为,一个资本市场在确定资产价格中能够使用所获得的全部信息,它(从信息上说)就是有效的。著名经济学家简森把有效资本市场假设归纳为,如果根据一组信息从事交易而无法赚取经济利润,那么资本市场便是有效的。这无疑是资本市场有效假设“效率”定义的翻版。

显然,资本市场有效假设在界定“有效”时过于注重形式上的东西,而忽略了最本质的内容;过于注重模型的建立,而忽略了最基本的评价标准,属于本末倒置。如果仅以信息的有效性来评价整个资本市场的有效性,则未免以偏概全。笔者认为,资本市场的有效性不在市场参与者是否能获得非正常报酬,而在于其功能能否正常发挥。如果能,这个市场就是一个有效的市场;如果不能,无论市场如何反映信息,都是一个无效的市场。那么,资本市场的功能有哪些呢?

笔者认为,资本市场的主要功能有筹资融资功能、资产定

价功能、投资功能、资源配置功能。

1.筹资融资功能主要指资本市场能为资金供求双方提供交易便利,使资金供求双方的利益得到最大限度的满足。资金的需求方需要资金来满足其经营发展的需要,而资金供应方则需要一个良好的符合要求的投资渠道。资本市场作为一种资金(资本)转化的媒介和催化剂,其主要功能之一是起着连接供需双方的桥梁作用,为资金的融通提供一个良好的机制和场所,从而解决资金供求矛盾。

2.资产定价功能主要指资本市场通过有效运行,使得价格的确定既在一定程度上反映证券所代表资产的价值,又能通过资本市场供需双方的竞争使得证券价格能充分体现其供求状况。由于市场预测不完全、信息不对称以及信息垃圾的存在和“噪音”的干扰,定价不可能一步到位,但这并不否定定价功能的效率。只要整体变化的趋势是在一个可以接受的时间范围内反映证券的真实价格,就表示资本市场定价功能发挥正常,正如价格围绕价值上下波动并不否认价值规律一样。相反,在价格变化总体趋势一定的情况下,价格在某一阶段、某一区间适当的波动反而会增加投资的机会。

3.投资功能是指能给投资者带来收益的功能。获取预期或超额收益始终是投资者的最终目的。由于资本市场的投资者各式各样,资本额大小不等,投资的预期不一,对投资的品种和渠道的要求也就不可能完全一样。收益与风险是呈正相关的,低风险低收益,高风险高收益。如果这个市场不能给少数人带来超额收益,这个市场就没有示范效应,就不具有吸引力,也就难以更好地实现资本市场的其他功能。

4.资源配置功能主要指通过证券的影响和对资本及产权关系的整合,引导资本流动,从而达到资源合理配置的目的。逐利是资本的天性。投资者为了谋求相应的利益,必然十分关注证券发行人的经营业绩和财务状况,并将资本投向经济效益高、回报丰厚的证券,这样资本就会流向效益较好的企业;而效益较差的企业如果不改善经营、加强管理,就会被投资者抛弃。同时,资本市场还可以通过产权关系的调整,如企业之间的资产重组、兼并等,使资产存量得以优化配置,使资源得以合理使用。资本市场正是通过这些手段来实现整个社会资源的优化配置的。

依据上述标准评判,我们比较容易评价一些国家或地区的资本市场运作的有效性。例如美国,从融资功能看,其资本市场不仅成为美国政府和企业一个巨大的融资市场,而且成为一个世界性的融资市场;从投资功能看,股票作为一项投资工具已在美国得到广泛的认同,成为家庭和机构理想的投资品种;从定价功能看,美国现代资本市场实行证券发行注册制,同时严格加强监管,在一个比较长期的时间范围内,资本市场的定价基本能反映会计信息;从资源配置功能看,美国的资本市场也能达到优胜劣汰的效果。即便是我国的这一新兴资本市场,在某一时期也是基本有效的。当然,资本市场功能正常与否是一个时间概念,也是个相对的概念,应具体问题具体分析。若按有效市场假说的标准来评判,即使资本市场最发达的美国也不存在强式有效市场,如果真的是这样,那么,我们有理由质问,世界各国还是否有必要花那么大气力来建立一个不可能有效率的资本市场呢?☐