

论金融市场有效性问题

——兼谈我国有效金融市场建构

杨培雷

著名统计学家莫里斯·肯德尔 (Maurice Kendall) 在其 1953 年发表的论文《经济时间序列分析, 第一部分: 价格》中, 发现了证券市场行情的随机游走特点 (Random walk), 从而引发了当时英国皇家统计学会的讨论和后来西方学者关于市场有效性的各种假说。尽管西方学者形成了较为一致的看法, 认为随机价格波动可以反映一个功能良好、有效率的市场, 而不是非理性的。但是, 随机价格波动与市场的有效性的内在统一, 必然要求具备各种相应的条件, 这便构成了市场有效性的核心问题。

西方学者关于市场有效性分析, 主要集中于证券市场的分析上, 也正因为证券市场在很大程度上把货币市场 (短期资金市场) 和资本市场 (长期资金市场) 有机地联系在一起, 笔者认为, 西方学者的市场有效性分析可以广延于金融市场。本文试图借鉴西方学者的有益探讨, 归纳出金融市场有效性的前提与条件, 并针对我国金融市场中存在的主要问题, 提出建构我国有效金融市场的对策。

一、西方学者关于金融市场有效性分析

关于金融市场有效性问题, 许多西方经济金融学者都有阐述, 其中比较有代表性的有:

1. 托宾 (Tobin) 的观点

美国著名经济学家托宾认为市场有效性至少应包括四个因素: 信息的有效性, 即在金融市场上可以迅速、充分地反映出有关价格等可以利用的信息;

评价的有效性, 即在金融市场上, 投资者从股票、债券的持有中可以获得未来的股息、债息等收入, 而

且有关股票、债券的价格能被充分反映; 完全保险的有效性, 即投资者可以在资本市场上随时进行让渡交易, 投资者持有资产具有高度的流动性; 组织职能的有效性, 即金融市场中的金融服务完善, 使市场运作能够自如地进行。

2. 威斯特和惕尼克 (West & Tinic) 的观点

威斯特和惕尼克将金融市场有效性分为外在市场有效性和内在市场有效性。外在市场有效性是指市场的资金有效分配, 即市场上证券价格能够根据有关信息作出及时快速的反映, 从而反映金融市场对资金的有效调节和分配; 外在市场有效性具有两个直接的标志, 其一是价格能自由地根据有关信息而变动; 其二是市场中有关资产的信息能够充分地披露和均匀地分布, 使每个投资者在同一时间内得到等量等质信息。内在市场有效性则是指市场中的资金有效交易营运, 即金融市场能够在最短时间和以最低的交易费用为交易者完成一笔交易, 从而反映出金融市场对资金融通的有效组织和服务, 它也有两个明显的标志, 其一是每笔交易所需的时间短; 其二是每笔交易的费用低。

无论是威斯特和惕尼克的观点, 还是托宾的表述, 他们都体现了这样的思想, 即金融市场有效性应指市场主体能够有效地开发和利用有关金融资产信息, 在作出理性反映的基础上, 将经济资源 (金融市场资金) 有效地分配到经济效益或资金使用效率最高的企业。它的突出问题在于各种金融资产信息与金融资产价格之间的关系。

3. 法玛 (E. Fama) 的观点

美国芝加哥大学著名学者法玛把金融资产有关

信息分为三类,即历史信息、公开信息和内部信息,据此提出三种形式的市场有效性假设,一是弱形式假设,在符合这种假设的市场内,价格凝聚了所有历史记录中的信息,有关金融资产的历史资料、信息(如价格、交易量等)已经在过去被披露、均匀分布和被投资者完全使用,任何投资者都不可能通过使用任何方法来分析这些历史信息以获得超额利润,从而对金融市场现在及未来的价格变动不会产生任何影响。二是中强形式假设,在这种市场中,价格不仅反映了过去的信息,而且反映了所有公布于众的信息,如公司收益、红利、对公司的预期、公司的兼并等等。从而金融证券公司发表的信息都对市场行情不会有任何影响。三是强形式假设,这是最有效的金融市场,在这一市场中,价格不仅包括了弱形式及中强形式的内容,而且包含了内线人(公司董事会成员、公司管理人员)所知的信息,包含了所有对特定公司以及整个经济的分析所得出的信息。在这里,任何人(包括内线人)也无法拥有对信息的垄断权。也就是说,研究者的成果、管理者对市场的评估等都反映到价格中了。这样的市场,价格永远反映真实的市场价值,永远是公正的,任何投资者都不可能从信息的不完全或非对称中获得超额利润。

4. 理性投资行为分析

金融市场中投资者的理性投资行为也是构成金融市场有效性的关键因素。尽管西方国家的金融投资活动历史悠久,但本世纪50年代以前的金融投资理论尚不能称为科学的经济理论,这是因为,第一,它具有明显的经验性,“理论”主要以格言和谚语式的方式表达出来,如“不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里”,“分散你的风险”等;第二,它具有过份定性化的倾向,只是一些抽象的原则,致使投资者无法实际操作。以哈里·马科维茨(Harry M. Markowitz)的《资产组合选择》一文为诞生标志的现代资产组合理论,不仅圆满地从理论上解决了上述问题,而且已被广泛应用于金融投资的管理,成为投资者理性投资行为的圭臬,在实践中取得了巨大的成功。

现代资产组合理论研究投资者特别是机构投资者(如投资基金)的最优投资决策问题。哈里·马科维茨等人利用一个约束条件下的极值模型求得了最优投资决策问题的机会集——有效边界,并严格证

明了以投资的最终财富的期望效用最大化为决策准则的理性投资者必然在有效边界上作出投资决策,这些结论是现代资产组合理论的核心,它们使投资决策从现代资产组合理论提出以前的“谚语式”的朴素决策阶段飞跃到严密的理论作指导的科学决策阶段,马科维茨也因此而获1990年诺贝尔经济学奖。

马科维茨提出的现代资产组合理论,属于规范经济学的范畴。若投资者的投资行为与该理论一致,在市场均衡(供给等于需求)时,资产的期望收益如何确定,收益的风险测度以及期望收益与风险之间的函数关系怎样等问题,已属于实证经济学的范畴,需要进一步探讨。威廉·夏普(William E. Sharpe)等人研究了这个问题,提出了资本资产定价模型(Capital Asset Pricing Model, CAPM),在许多情形下,CAPM较为圆满地解决了该问题,并被广泛应用于资产组合中资产的选择与财务管理中计算留存收益的成本,夏普也因此而成为1990年诺贝尔经济学奖得主。但是CAPM基于许多假定,其中的一些假定与现实不甚吻合,其经验检验又依赖于能否观测到真正的市场组合,而实际工作中不可能观测到真正的市场组合,加之许多经验结果表明存在一个以上的风险因子(CAPM只考虑了一个风险因子)和小公司现象,这些经验结果与CAPM相悖,说明了CAPM有待于进一步发展,去建立新的市场均衡模型。这样,斯蒂芬·罗斯(Stephen A. Ross)于1976年提出了套利定价理论(Arbitrage Pricing Theory, APT)。APT的假定大大少于CAPM的假定,且APT的假定比CAPM的假定更接近现实,在特定条件下,CAPM是APT的特例,在一般条件下,两者也不存在冲突,两者的风险测度之间存在着密切联系;又APT考虑了影响收益的多个因素,解释了CAPM的反例,加之,APT比CAPM更容易检验,使现代资产组合理论更趋完善。

二、金融市场有效性条件

从西方学者对金融市场有效性的分析中,可见他们强调金融市场的有效性是由市场自身的特点所决定的,其核心是金融资产的流动性(金融资产及时变现而不致遭受损失的能力和可能)。金融资产具有了高度的流动性,投资者才能自由地进出不同行业,形成一种竞争力把市场收益率拉向一致,从而任何

一个投资者都难以获得超额利润。相应地，金融市场的有效性受到市场信息的影响，这就不能不考虑“市场操纵力量”的作用。所有的投资者都必须通过自己的投资行为参与市场运行，但这里的“市场操纵力量”主要是指拥有雄厚资本，竞相开发金融市场资产信息的团体投资者，只有他们，才能进行信息的开发竞争，从而使得几乎所有的信息发掘殆尽，同时，他们在市场上竞争交易的结果又进一步使得价格反映着能够开发的信息，他们是市场价格水平决定的主要力量，在市场有效性问题上起着不可忽视的作用，其投资行为的理性化是至关重要的。

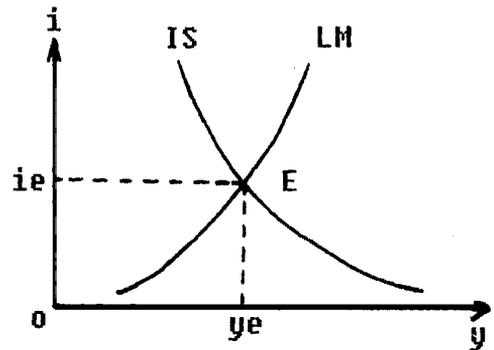
应当承认，西方学者就市场自身特点与金融市场有效性关联的分析，有着丰富的合理内涵，但是，仅此还难以构成金融市场有效性的重要条件。我认为，金融市场有效性的条件除此还应包括更广泛的因素，大体可分为前提条件和必备条件两个系统。

就前提条件而言，主要集中体现为：

1. 两市场均衡。市场经济系统的市场结构不外乎商品和资产市场的有机组合，资产市场以商品市场（实体经济）为基础并服务于商品市场，只有商品市场和资本市场的均衡同时实现，才意味着社会资源达到了比较优化的配置，而社会资源的优化配置，从根本意义上说，是金融市场有效性的最终衡量标准。

两市场均衡的条件，在1937年由英国经济学家希克斯（J. R. Hicks）所倡导，1947年由美国经济学家汉森（J. A. Hanson）进一步论述的IS—LM曲线分析中有着充分的反映。商品市场的均衡条件： $S(Y) = I(i)$ ，其中， S 表示储蓄， I 表示投资， Y 表示收入， i 表示利率。储蓄函数 $S = S(Y)$ ，储蓄是收入的正函数，即储蓄随收入的增加而增加；投资函数 $I = I(i)$ ，投资是利率的反函数，即投资随利率的上升而减少。资本市场均衡的条件是： $M = L = L_1(Y) + L_2(i)$ ， M 表示资金供给，即货币当局决定的外生变量， L 表示资金需求，其中交易性资金需求 (L_1) 是收入的正函数，投机性资金需求 (L_2) 是利率的反函数。如果用曲线表示，可见图1所示，图中IS曲线表示商品市场的均衡 $[S(y) = I(i)]$ ，LM曲线表示资产市场的均衡 $(L = M)$ ，把两条曲线放在同一坐标系内，两条曲线相交的E点同时满足条件 $S(y) = I(i)$ 和条件 $L = M$ 。所以，只有在E点上

两市场才能同时达到均衡，该点决定的利率 i_e 是两市场均衡的均衡利率， Y_e 是两市场均衡的均衡国民收入，除E点外的任何一点都不能达到整个经济系统的均衡。



2. 经济稳定性。经济稳定，并不完全排除经济的波动，但是，它与剧烈的经济波动则是格格不入的，这就要求，实体经济有合理的产业政策支持，金融市场中的货币市场和长期资本市场有着合理的安排，从而避免企业面对激烈的市场竞争环境可能出现的大量破产，进而诱发银行倒闭，出现经济危机，也不至于出现金融市场中的资金供求失衡。投资者和筹资者的风险增大，破坏金融资产的流动性。

3. 经济政策灵敏性。事实上，商品市场和资本市场的同时均衡是极其短暂的，而不均衡则是经常的，经济稳定也是相对的，而不是绝对的。在现代市场经济中，单纯依靠市场自身的力量来实现两市场均衡的经济稳定的可能性越来越小，所以政府利用财政政策、货币政策经常地介入金融市场，来谋求均衡和稳定的职能得到不断加强。经济实践也表明，为达到均衡和稳定的目标，经济政策的灵敏性是非常重要的，超前和滞后的经济政策的实施，政府对市场的介入行为只能是效果上大打折扣，甚至是事与愿违。

就金融市场有效性的必备条件而言，可以归结为以下几点：

1. 有效性金融市场首先应当是一个有着健全的组织规范的市场。例如，金融市场上证券的发行、评级、上市交易都有一系列组织规范，以确保金融市场合法、规范、高效地运行，为此，各国均建立一套组织管理机制，大致可以划分为政府集中性的立法、执法管理和以证券业行业协会和证券交易所为中心展开的自律性管理。前者管理的目的在于确保证券市

场公平和富有秩序,防止并惩罚证券业领域的欺骗性与合谋行为。后者管理主要是通过行规行约或者证券交易所条件来约束其会员的行为,防止欺诈、操纵和内幕交易。总之,严格有效的组织规范能够增加投资者对市场的信心,健全金融市场的基石,同时,行业协会还可承担从业人员的培训和资格认证考核,保证市场运行效率,这一切都是达到有效性市场所必不可少的。

2. 有效性金融市场应当是一个连续性的市场,具体表现在以下五个方面:(1)交易频率高。这可以由交易活动得以反映,例如,美国的许多证券交易所,交易品种丰富,交易数额巨大,交易量常常突破百亿股,特别是投资者可以在交易所营业期间的任何时间购买和出售上市股票。(2)出价与要价之间的差幅小。出价与要价的差幅越小,越容易快速确立成交价,达成交易,反之,差幅越大,成交价的确定难度便会增大,达成交易的难度也会增大。(3)价格波幅趋小,或者说价格前后变动幅度趋小。在有效市场上,价格具有自动趋于稳定均衡的内在机制,价格变动一般不明显,价格的大幅度升跌只能是无效市场的态势。(4)即时执行指令。例如,在证券市场上,经纪人接受并执行指令前后大约只需两分钟或者更短的时间。(5)流动性强。金融资产的变现及时,转换快捷安全,为投资者避免交易损失提供充分的条件。

3. 有效性金融市场是一个激烈竞争的市场,竞争来自买方与卖方之间的竞争、卖方与卖方之间的竞争、买方与买方之间的竞争。竞争是效率的源泉,同时,竞争可以使一定的市场价格下的收益率趋于正常,使任何投资者都无法企图获得超额利润。

4. 有效性金融市场是一个信息发布渠道完善的市场。例如,一般把公司证券的市场行情视为公司经营情况的晴雨表,经营状况好,投资者对证券需求量大,则行市看涨;反之,公司经营状况差,投资者对证券需求量减少,则行市看跌。公司的经营状况包括经营现状、经营潜力和经营风险,这些都处于不断变化之中,若信息发布渠道或信息披露制度比较完善,少数内线人就难以垄断或封锁信息,难以利用预先获知的信息从事非法投机活动、操纵市场、扭曲价格信号,从而有利于保证所有的投资者平等地获得信息资料,理智地作出投资决策,使市场价格反映所有可以得到的信息。

5. 有效性金融市场是一个“完全保险”的市场,这不仅如托宾所言因投资者可以在市场上随时进行让渡交易使市场具有“完全保险的有效性”,而且由于金融市场的连续性,市场上交易品种繁多,金融创新能力较强,投资者可以通过多样化分散投资,选择自己的“有效资产组合”,降低“非系统风险”;通过便利的交易、高效的运行,减少“系统风险”,从而保证“正常收益”的获取。

三、我国金融市场存在的问题与对策

建立和完善我国社会主义市场经济体制和运行机制,不能不建立有效的金融市场。但是,我国已经形成的金融市场,由于诸多问题的存在,目前与有效性市场的差距甚远。目前存在的问题主要是:

1. 金融市场基础脆弱

一个健全、有效的金融市场是建立在发达的市场经济基础之上的,金融市场中的资金按照市场机制的导向实现充分地流动和优化配置,政府遵循市场自身的规律规范,规划金融市场。金融市场的发展取决于一国经济增长对金融市场的内在需求,而我国的金融市场尚未完全摆脱计划经济体制,完善的市场体系还没有建立起来,市场机制不健全,真正的商业银行体系尚未建立,货币市场不发达,利率机制不灵活,产业结构、产品结构调整困难,尤其是国有大中型企业转制艰难,与现代企业制度规范化要求相距甚远,经济增长与金融市场的内在要求相脱节,以致政府不得不采用行政手段,实施硬性计划控制,来引导金融市场取向,这样便容易造成上市企业质量参差不齐,鱼龙混杂,良莠不分;造成地区间、企业间苦乐不均,损害了市场的公平竞争原则,使金融市场难以有效运行。

2. 金融市场结构不合理

一个健全、有效的金融市场需要合理的市场结构支撑。总体来说,目前我国货币市场尚不健全,且不能与长期资本市场构成相互协调的金融市场整体;就金融工具而言,目前我国金融市场尚未形成有效的标准化的金融工具创新和提供机制,市场交易品种单一,投资者选择余地很小;就交易市场而言,交易市场由证券交易所、自动报价系统和柜台交易市场构成,在我国交易所市场狭小,仅为深、沪两家垄断,且都不是全国性的证券市场,我国虽然已有按

美国全国证券协会自动报价系统 (NASDAQ) 组建的两个屏幕交易系统交易网络 (NET) 和证券交易商自动报价系统 (STAQ), 但目前其功能仅限于交易法人股, 还没有大力发挥其交易市场功能。

3. 金融市场监管体系不健全

健全、有效的金融市场监管体系是有效金融市场的必要保障。而我国金融市场监管体系很不健全。首先, 金融法规制度不健全。目前我国尚未形成一套健全而完善的金融市场方面的法律体系, 虽然已颁布了一些规制和管理办法, 如《股票发行与交易管理暂行办法》《证券交易所管理暂行办法》《禁止证券欺诈行为暂行办法》等, 但还存在很多不足, 法制建设的滞后相当明显。其次, 金融市场呈多头管理。中国人民银行、证监会等共同行使对金融市场不同侧面的管理权, 政出多门, 很难协调, 常有冲突发生, 缺乏一个独立、统一管理的权威机构。再次, 金融市场自律组织作用发挥不充分, 健全的行业自律组织尚有待建立。最后, 金融市场的信息披露尚有待规范, 律师、会计师、审计师等中介人的作用发挥不充分, 有些上市公司公布的经营信息的真实可靠性难以保证, 有些证券商的违规经营行为也难以杜绝。

4. 金融市场人才缺乏

人才是金融市场有效运行的关键。就我国证券市场而言, 目前我国有 500 多家证券公司和证券机构, 有 6 200 个证券交易营业部, 大约 67 000 名从业人员, 其中受过比较正规、系统的专业培养的从业人员数量很少。随着我国证券市场的发展, 人才不足问题更加突出。在经营人才缺乏的同时, 管理人才的缺乏也显得非常严重。

鉴于我国金融市场存在的诸多问题, 参照西方金融市场的成功经验, 建构我国有效的金融市场应注意以下几个方面:

第一, 建立和完善我国的市场经济体系, 确立我国市场机制配置资源的基础性功能, 建立我国有效的宏观经济决策系统, 为有效金融市场的建立创造必要的前提条件, 并在此基础上, 推进现代企业制度建设, 加快国有专业银行和其他非银行机构的改革, 培养多层次、全方位的金融市场主体。

第二, 健全、完善金融市场环境, 克服结构上的不合理性和运行机制的不健全。着重在于建立全国性的金融市场, 消除地区性的金融市场对资源优化

配置的影响, 比如, 我国证券市场应建立不同层次不同地区的交易所, 形成交易所之间的竞争, 减少可能出现的舞弊行为, 促使它们提高服务质量, 降低交易成本。

第三, 完善金融市场监管体系。要建立一个独立的、统一的、富有权威的全国性监管机构, 在有法可依的前提下, 严格执法, 加强金融市场的规范性, 同时注重健全自律组织, 充分发挥自律监管的职能作用, 保证金融市场的有效运行。

第四, 建立信息披露的规范化制度, 以保证信息的公开性、有效性、及时性和充分性。

第五, 注重人才培养和理性投资者的培育。金融市场的有效性要求高素质的金融专业人才, 在我国目前金融市场专业人才缺乏的情况下, 注重培养人才是当务之急。拥有了大批专业人才才能适应我国金融市场发展进程, 造就一批理性投资者, 运用现代投资理论, 进行合理的金融投资, 维护金融市场健康、有效地发展。

注释:

证券价格象“一个醉汉走路一样, 几乎宛若机会之魔每周扔出一个随机数字, 把它加在目前价格上, 以此决定下一周的价格。”——莫里斯·肯德尔语。

CAPM 模型、APT 模型, 可参见房汉廷著:《现代资本市场的理论与实证分析》, 北京, 东方出版社, 1995; [英]基恩·卡恩伯森著:《货币供求》, 中文 1 版, 北京, 中国金融出版社, 1990。

投资中的总风险可分成两个部分, 即系统风险和非系统风险。前者也称不可避免风险, 是指由于某种因素会以同样方式对所有证券的收益产生影响的风险。假定有一通告: 政府准备将所有的大公司国有化, 这样, 股票价格就会急剧下跌, 这种风险是无法摆脱的, 只能降低其影响程度。后者也称为剩余风险, 是指总风险中除了系统风险外剩下的那部分偶发性风险, 即产生这种风险的原因是只影响某一证券收益的某些独特事件。例如, 由于某公司投资决策失败, 导致产品的市场占有率下降, 业绩下滑, 股票价格下跌, 这种风险可以通过“有效资产组合”加以规避。

(作者单位: 武汉大学世界经济系)

(责任编辑: 曾德国)