

有效证券市场及其启示

陈伟利

随着我国经济体制改革的深入进行,证券买卖方兴未艾,越来越多的人想知道有关证券方面的知识,了解证券市场的运行机制,从而进行证券买卖活动。本文试图对西方现代证券市场理论的基础——有效证券市场的概念及其启示作一试探分析,并对如何完善我国证券市场提出一些建议。

一、什么叫有效证券市场

有效证券市场就是在证券市场上,人们按行市买卖任何证券时,其净现值(Net Present Value)等于零,这样的证券市场就叫有效证券市场。

要完整理解有效证券市场概念,这就有必要先了解净现值的概念。净现值可从以下二个方面解释:

1. 从投资者的角度看,净现值是投资者预期投资盈利的现值减去其投资成本的现值。

2. 从筹资者角度看,净现值就是筹资者现在的借款减去其付出的预期利息现值(或红利现值)和本金现值。

净现值等于零,就是指投资者(或筹资者)预期的盈亏相抵。这相抵并不是说证券投资者没赚钱,而是指他们只能获得预期的正常利润,即资金边际利润等于边际成本,而不可能获得超额利润,这就是所谓的有效证券市场。在这个市场上,有无数的个人、企业、机构和政府部门作为资金的供应方进入证券市场,寻求投资,获取盈利机会;也有无数的个人、企业、机构和政府部门作为资金的需求方进入证券市场,寻找合理成本的资金。在这个市场上信息是完全流通的,谁也不能操纵价格,任何超额利润都会因竞争而立刻消失,所以此时的证券价格也叫均衡价格。当投资者或筹资者的盈利率等于这个均衡价格——预期的盈利率时,就表明他可以投资或筹资。

有效证券市场的概念,可从以下三个方面

理解。

1. 微弱形式(Weak Form)的有效证券市场。这是指证券价格只反映过去价格变化的信息。

2. 半强形式(Semi-strong Form)的有效证券市场。这是指证券价格不仅反映过去价格变化的信息,而且还反映在公开场合发表的信息。例如,公司宣布的盈利、红利政策和兼并行为等信息。

3. 强形式(Strong Form)的有效证券市场。这是指证券价格不仅反映以上两种信息,而且还反映经过对公司进行全面的经营分析和经济分析后所能推断出的信息。例如,公司财务结构、经营状况和宏观经济状况分析对证券影响等信息。

有效证券市场从某种意义上可以说就是西方经济学中的完全竞争市场。但两者还有一些细微差别:(1)完全竞争市场成立的条件是市场不受任何阻碍和干扰,无交易成本;而有效证券市场并无此条件,只要信息能完全流通,即使存在交易成本,也能作为有效证券市场。(2)完全竞争市场不仅指在资金市场上,而且指在产品市场上的完全竞争;而有效证券市场只指在资金市场上的完全竞争。(3)在完全竞争市场上,市场信息的获取是无偿的;而在有效证券市场上,信息的获取可以是有偿的。

有效证券市场是现代证券市场理论的基础,它并不是具体分析问题的方法,而是人们

对市场运行本质思维的基础,是引导人们提出正确问题的关键。它是由英国统计学家肯代尔(Kendall)于1953年在研究股票价格周期变化时所发现的一个副产品,现在已成为西方现代证券市场理论的奠基石。当时,肯代尔希望找出股票价格变化的周期,但他找不出这样一个周期,却发现股票价格的变化是随机的,将来股票价格的变化与过去股票价格的变化是无关的,两者是相互独立的。根据肯代尔的发现,经济学家们经过进一步的研究发现,证券市场是一个完全竞争的有效市场,投资者对利润的激烈追逐促使股票价格上下波动,并趋于平衡。而且每张的股票价格都包含了所有信息,既包括过去价格变化、经济状况变化和企业经营状况变化的信息,也包括投资者对将来的预测。这好比远期外汇汇率是人们对将来某个时期汇率的

预测,而不是将来真正的即期汇率一样。将来的股票价格是由新的信息因素形成的,过去的信息是不能完全反映将来股票的价格的。我们可以说将来的证券价格包含现在及其过去价格变化的信息,但我们不能反过来说过去及现在的证券价格变化就是将来的证券价格变化。这次海湾危机给我们提供了一个很好的例证。战争开始前,人们普遍预测只要战争打响,股票价格必然会下跌,可事实是在多国部队空袭伊拉克后,纽约道·琼斯指数只下跌二小时后便迅速反弹,上升了100多点,超过下跌幅度,而且持续上升。这说明多数股票投资者对迅速解决海湾危机有信心,并认为沙特油田遭受破坏的可能性已下降。股票价格就是这样变幻莫测,神秘诱人经常出乎人们的预料。

二、有效证券市场的启示

1. 有效证券市场是没有记忆的

根据有效证券市场的概念,过去的证券价格是不能真正预测将来确切的证券价格变化,即市场是没有记忆能力的。市场的变化不是在过去价格基础上的变化,而是将来新的信息因素作用的结果。但是许多人在证券买卖中并没认识到这一点,他们不愿抛出一张过去经常上涨而现在价格却下跌的股票,常常怀有侥幸心理,想等股价再回升,他们认为这张股票价格的下跌是暂时的,是偶然因素造成的而沉湎于过去的辉煌之中。然而,事实是将来的股价变化与过去的股价变化是不相关的,它有可能继续下跌,也有可能上升。

2. 有效证券市场价格是可以信任的

有效证券市场表明现在的证券行市是反映完全竞争下的市场价格,它包括了所有有关形成这个价格的信息因素。任何超额利润都会因竞争而立即消失,在证券市场上是无法持续地获取超额利润的,所以这样的市场价格是可以信赖的。

3. 有效证券市场是不存在财务幻觉

在有效证券市场上,投资者是不会产生财务幻觉(一些会计方法的改变,使短期内股价有所变化)的,他们只注意公司的现金流量和与此相关的影响因素,而不会因为一些会计方法的改变,而改变对证券价格的认知。

常见的财务幻觉有两种。

(1) 在新发股票时改变每股的价值,即用新发行的三股换原来的二股或用新发行的二股换原来的一股,等等。例如,曼哈顿财务公司的股票,原每股面额为100美元,随着行情的上涨,现每股价值已达210美元,此时,用三张新股票去替换一张旧股票,由于公司没有进行新的投资,总资产不变,所以替换之后每张股票的价值从210美元下降为70美元,只有原来的三分之一。投资者并不会因为这种做法而认为公司的每股股票价值要比原来高。但为什么每年纽约股票市场20%的公司要改变每股价值呢?原因是想降低每股的价格来增强股票的流通性,股票价格高,流通性差。设想一下,一个投资者如只有500美元可以投资,而市场上每张股票都在1000美元以上,那他怎能投资呢?所

以在西方,每张股票的价格都设法维持在 50 美元左右。

(2) 会计方法的改变。如将会计报表中的加速折旧改用直线折旧计算,从而增加了公司财务报表中的利润,公司股价也随之上升。这种方法往往只在短期内有效,当投资者发现利润的上升仅仅是因为会计方法的改变而产生的,股价会随之下降,下降的幅度超过原来的上升幅度。因为在有效证券市场上,发行证券筹资的公司必须向股东们提供有关的财务报表,透明度是极高的。所以,从长远来看这种财务幻觉也是不存在的。

4. 在有效证券市场上,公司的目的是帮助股东们降低投资风险并获取最大利润,但在股东们自己能做到这一点时,就由他们自己去做

例如,在有效证券市场上,投资者想要选择最佳证券资产组合时,他自己行的话,公司就决不要多此一举替它的股东调整资产组合。因为在有效证券市场上投资者可以用更容易且方便的方式调整自己的资产组合,如可以同时拥有数家风险得益不同的公司股票,以降低投资风险。公司只有在投资者自己调整资产组合风险较大、成本较高时,才有必要通过兼并等行为来帮助股东调整资产组合,实现这个目标。

5. 在有效证券市场上,股票是完全弹性的特殊商品

任何商品都有需求弹性,即商品价格改变时人们对其数量需求的变化。在有效证券市场

上,股票是商品,而且弹性很大。也就是说各类风险得益接近的股票是可以完全替代的,如果一个公司股票的风险与其他公司相同,而得益却比其他公司少,那么没有人会继续愿意持有该股票,反之,谁都愿意拥有它。

一个公司的股票需求是完全弹性的,但并不是说在实践中可以稍微降低一点价格,就可以大量出售该股票,实现股票的完全弹性。原因是当你在削价出售公司股票时,其他投资者往往会以为你可能知道股价要下跌的内部消息,所以纷纷跟着抛出该公司的股票,而不是购进,因此,你只有在削价抛售的同时,还要使其他投资者相信,你并不知道内部消息,这样才能实现股票的完全弹性。

在实践中,人们还经常发现许多公司的股票需求弹性并不象理论上说的那样大。这种情况一般是指新发行的股票。新发股票的价格往往较低,弹性小,如要抛售该股票,则需要打更多的折扣。所以,证券发行机构一般要求新发股票的公司压低其股价,用远远低于股票本身应有的价格上市。

6. 在有效证券市场上,通过上市股价可以分析出影响过去股价变化的因素

在有效证券市场上,将来的股价变化只与将来出现的新信息有关,过去的信息是不能确切地预测将来的股价会如何变化,但反映了所有过去影响股价变化的因素。所以一个懂行的人可以通过股价了解许多情况,如公司的经营状况以及是否可能倒闭等信息。

三、如何完善我国的证券市场

我国的证券市场是从改革开放后开始的,至今才五、六年时间,基本上是以省、市等行政区域为基础,还不存在一个统一的全国性的证券市场。处于萌芽状态的我国证券市场与发达国家的证券市场相比,还有许多不足之处,归纳起来主要有:(1)交易证券的品种少,交易量小。就全国范围来看,上海和深圳证券市场算是数一数二的两个证券市场,比较正规,交易

规模较大。但上海证券交易所上市的债券品种也只有 20 多种,股票 8 种,上市股票票面总额仅 5000 万元而城乡储蓄规模却有 200 多亿元。(2)许多需要资金的企业还很难到证券市场筹集资金。由于我国股份制还处于试点阶段,一般企业的资金往往要依靠银行贷款和自有资金,企业自筹资金渠道还不够畅通,特别是在国

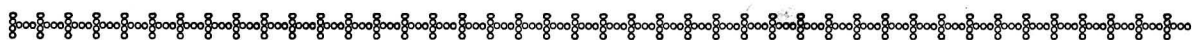
(下转第 5 页)

危险的是正在出现的集团变成眼光向内的堡垒，而不是为外界创造商业机会的贸易中心。这对发展中国家来说，这种趋势代表着巨大的危险性。”看来，贸易集团的成立对贸易保护主义只会起“火上加油”的作用。

六、对1992年世界贸易的展望

由上所述，这几年来，世界贸易增长的速度不断放慢，特别是1991年受美国、加拿大以及英国经济衰退的影响，国际市场疲软，进出口贸易均处于低速状态。但至1992年，能否好转？能不能重振快速增长的势头？在目前看来，尚难作出肯定的判断。主要是因为促进世界贸易增长的因素固然很多，但是对世界贸易的发展起消极作用的因素也不少。

世界各大经济预测机构对1992年世界经济的发展前景，均持比较乐观的看法，年均增长率可望上升到3%，会给世界贸易恢复活力创造有利的条件。OECD预测1992年世界贸易增长率也将回升到5.8%，看来有较大的可能。联合国贸发会议发表的报告，更加乐观，增长率可达6%。但将一些消极因素合在一起加以权衡，5.8~6.0%的增长率不免估计过高。特别要指出的是当前国际资金严重短缺，据美国摩根斯坦公司预测，到2010年的20年里全球短缺资金2.8万亿美元；日本国际金融信息中心也发表短期预测，认为1992年世界资金供不应求，大约短缺1000亿美元左右。在世界资金短缺如此严重的条件下，1992年世界贸易的发展不能不受到制约。因此，我们有充分的理由可以相信，1992年世界贸易即使能恢复增长的势头，但其增长率也只能较上年增加1个百分点，达到4~5%，而且也要在1992年世界经济增长率回升到3%的前提下才能实现的。



（上接第32页）

家经济紧缩、信贷减少时，更给这些企业带来了许多困难。(3)经营证券业务的机构少。如上海只有四家证券公司，深圳只有三家。(4)场内的交易不够活跃而场外黑市交易猖獗，许多股票在场内只有买入价没有卖出价，有行无市。(5)市场信息尚未完全流通。许多上市证券企业的财务报表很难搞到，使人无法了解其盈利状况；此外，全国各证券市场的信息也未完全沟通。

由此可见，我国的证券市场还只是雏型，可能连微弱形式的有效证券市场标准也没达到。股票价格与企业的盈亏联系不够，信息流通不畅，市场也没有足够的筹资者，竞争不够，还有待于进一步完善和发展。笔者认为可以从以下几个方面着手。

1. 运用有利时机，推动金融的深化改革。深化金融改革，除了要逐步使证券市场规范化和筹建证券交易所之外，还需切实履行《破产

法》，使经营不善的企业倒闭，这样才能使我国企业的股票与企业的经营状况相联系，增加股票投资的风险性，完善证券市场。当然，这要与我国总的经济改革配套进行。

2. 要积极疏导市场供求两方面的渠道，使需要资金的企业经过批准可以到证券市场上发行债券和股票，以利于增加新上市债券和股票的花色品种，满足潜在的广大投资者的需求，同时还可杜绝黑市交易。

3. 增加股票上市企业的经营透明度，定期公布财务报表以利信息的相互流通。

4. 培养一大批懂得证券市场运营的人才，普及证券知识。

有效证券市场的形成需要懂行的投资者的激烈竞争。才能使价格趋于均衡，反映真正的证券价值。在当今上海居民金融意识有所提高之时，应抓紧时机，普及证券市场知识。