

# 有效市场假设来源于资本市场的经济学理论

□芝加哥大学经济系访问学者 刘春长

今年的诺贝尔经济学奖由芝加哥大学的尤金·法马(Eugene Fama)·拉斯·汉森(Lars Hanson)和耶鲁大学罗伯特·席勒(Robert Shillen)分享。有评论认为,在金融危机爆发五周年之际,今年诺奖委员会将经济学奖颁给这几位经济学家,好像有反思自由市场与金融危机关系方面的考虑。更有一些评论认为,法马教授和席勒教授的观点是相左的,因为法马教授证明了市场是有效的,席勒教授则证明市场是无效的。

笔者目前正在芝加哥大学经济系做访问学者,对法马教授的有效市场理论略知一二,同时,笔者也读过罗伯特·席勒的著作《非理性繁荣》,对行为金融学也稍有了解。因此,对上面的观点实在不敢轻易苟同。尤其需要指出的是,诺贝尔经济学奖今年颁给尤金·法马等芝加哥大学的经济学家,不仅是再一次对芝加哥学派的肯定,某种程度上也是对自由市场理念的捍卫。因为有效市场理论是现代金融经济学的理论基石之一,可以说,该理论实际上是亚当·斯密“看不见的手”原理在金融市场的应用和延伸,正如Stephenle Leroy(1989)指出,有效市场理论是竞争均衡理论在资本市场的应用。

## 有效市场假设理论的基本观点

有效市场假设理论(the Efficient Market Hypothesis)认为,如果股票市场上的有关信息对每个投资者都是均等的,而且每个投资者都能根据自己掌握的信息及时地进行理性的投资决策,那么任何投资者都不可能获得超额收益,这种市场就是“有效市场”。有效市场理论的主要倡导者之一克拉克·弗兰西斯指出,由于资本市场上各种证券价格能充分反映所有可能获得的信息,而且价格信号又是资本市场中资本有效配置的内在机制,所以“一个有效率的资本市场会迅速准确地把资本导向收益最高的企业”。

市场有效性理论的确立是以尤金·法马(1970)发表的《有效资本市场:对理论和实证工作的评价》为标志。法马写道,资本市场的主要作用是分配经济中的资本存量。通常说来,在理想化的市场中价格提供了资源配置的准确信号,也就是说,在这个市场中公司能够做出生产投资决策,投资者能够挑选股票,而这些股票价格均及时充分地反映了所有相关信息。一个价格总是充分反映所有信息的市场是有效率的。

法马指出,有效市场具有如下特征:特定信息在股票市场能够迅速被投资者知晓;股票价格在任何时候都能充分及时地反映全部有价值的信息;市场价格代表着证券的真实价值;投资者所获得的收益只能是与其承担风险相匹配的那部分正常收益,不可能得到非正常报酬;在有效率的市场中,公平原则得以充分体现,资源配置更为合理和有效。法马注意到,有效市场有两个前提:投资者须具有对信息加工分析和正确判断证券价格的能力;所有影响证券价格的信息都是自由流动的。

法马认为,影响证券价格的信息可以分为三类:第一类信息是所有公开信息、所有内部信息;第二类信息是第一类信息中已公开的部分;第三类信息是第二类信息中对证券市场历史数据进行分析得到的信息。

按照所获得信息的分类不同,有效市场理论将有效率的资本市场细分为三种类型:弱式有效市场。现行的证券价格充分反映了有关过去价格和过去收益的一切信息,由拥有历史信息的所有投资者的集体判断而形成。投资者无法利用过去所包含的信息获得超额利润。

半强式有效市场。现行的证券价格不仅能反映过去价格和过去收益的一切信息,而且还融汇了一切可以公开得到的信息,关于各公司公开的财务状况报表、股票送配的公告等。投资者不仅无法从历史信息中获得超额利润,也无法通过分析当前的公开信息获得超额利润。

强式有效市场。其证券价格所包括的信息面最广,价格在充分反映过去收益和报酬以及一切可获得的公开信息之外,还反映非公开的内幕信息。任何投资者即使拥有非公开信息也无法获得超额利润。

## 理性、信息对称与市场有效性

任何经济学理论都有假设前提。有效市场理论是建立在以下几个假设

的基础上的:一是信息公开的有效性,信息的公开没有交易费用,有关证券的信息能够充分、顺利、真实、及时地在市场上流动和传递;二是信息从公开到被接收的有效性,即上述被公开的信息能够充分准确、及时地被关注该证券的投资者所获得;三是信息接受者对所获得信息做出一致的、合理的、及时的价值判断;四是信息的接受者依据其判断实施投资的有效性,即每一个关注该证券的投资者能够根据其判断,做出准确、及时的行动。一旦证券市场具备了这几个条件,那么,任何人都不可能从资本所得上获得收益,只能从企业盈利上获得收益。

Grossman Stiglitz(1980)用恒定的绝对风险规避效用函数建立了理论模型,证明了无成本信息是市场有效性成立的充分必要条件。Malkie(1992)补充说:如果证券价格能够充分并且正确反映所有相关信息,那么市场是有效的,如果一些信息的披露不影响证券的价格,那么市场在这些信息集上是有效的。进一步,市场有效就意味着不可能利用信息集的偏差来获得经济利润。

在评论今年的诺贝尔经济学奖结果时,一些评论认为,法马被誉为有效市场假设理论之父,而来自耶鲁的席勒则恰恰是公认的有效市场理论的质疑者,因而法马教授和席勒教授的观点是相左的。

但事实上,仔细研究法马教授与席勒教授的理论前提,就不难发现,两人的理论并非是截然相反的。因为法马教授主要是从信息是否完全或者对称来研究市场如何达到均衡即市场有效,而席勒教授的理论则认为由于投资者的非理性行为,会导致市场整体出现“非理性”——非理性的繁荣或萧条,即市场偏离均衡。法马教授的观点是,如果信息是完全的或对称的,证券价格就可以迅速、全面、准确地体现市场中的信息,市场就会趋于均衡达到有效状态。

而席勒教授的理论则认为,由于人类的心理和决策过程中的“动物精神”,股票市场经常会出现泡沫和泡沫破裂的现象,市场经常会偏离均衡状态,但长期来看价格终将回归到由基础资产盈利能力确立的基本价值,即“均值回归”。因此,只能说,由于两者理论假设的前提不同,他们不同的理论是对同一研究对象不断探索的阶段性成就,讲出了同一现象不同的侧面”。

## 有效市场理论与证券监管

有效市场理论对三种类型的效率市场划分表明,证券价格总是不同程度地反映各类经济信息。对三个市场各自信息来源的分析表明,价格反映信息的范围越来越广,反映的速度越迅速,投资者就越难通过证券来图谋超额利润,投机行为也难以奏效,而价格将趋于相对稳定。此时,平均利润更能充分得到体现,资金便有效地被导向各生产领域。

在现实中,并非所有投资者均有正确的判断能力,市场信息也并不是都能自由流动,特别是内幕信息难以获得,证券市场很难达到强势有效。为此,法马提出需要在以下两个方面着力:需要对投资者进行分类,加强对投资者教育;需要进行强制性信息披露。前者成为西方投资者分类管理的理论基础,后者则成为西方强制性信息披露的理论渊源。

有效市场理论对完全资本市场假定进行了修正,放弃了市场完全竞争的假定,更接近于资本市场的现状,其描述和结论也更符合实际。因此有效市场理论对证券监管具有十分重要的理论意义,为资本市场的运转与管理提供了新的理论依据——由于资本市场是不完全的,因而对资本市场进行管制就是必须的。美国杜克大学的詹姆斯·考克斯教授指出,该理论的运用已成为当今美国证券法规得以实施评价这一法规体系的基础。

同时,有效市场理论表明,有效率的市场应该具备信息完全性和分布对称性,所有市场参与者在特定时间点上掌握的信息应该是一样的。这就为证券监管的强制信息披露制度提供了充分的理论依据,也为证券监管行为指明了监管目标和方向。同时,以信息为核心的市场有效性概念为衡量政府对证券市场的监管绩效提供了评价标准。如果实证数据显示市场时效性越强,就证明监管获得的净收益越大。也就是说,可以通过三种有效性形式的实证检验,来考察证券市场监督的成果和监督的适度性。



新华社图片

## 拉尔斯·汉森的三大学术贡献

□芝加哥大学 袁越

今年的诺贝尔经济学奖在上周揭晓,芝加哥大学的两位教授尤金·法马·拉尔斯·汉森与耶鲁大学的罗伯特·席勒分享了这一经济学界的最高荣誉。这三位经济学家的获奖可谓实至名归:法马和席勒是学界和金融领域耳熟能详的名字,他们的理论奠定了现代资产定价分析的基础;汉森在经济学界同样受人尊敬,然而由于他的理论深奥抽象、也由于他本人长期秉持务实严谨的学院作风,学界以外的一般公众、政策制定与执行者,乃至有很好的经济学理论基础的专家都对于汉森的学术贡献不甚了解。本文的目的是借助诺贝尔奖颁布的契机,简述汉森的主要学术思想,希望能对我国经济、金融领域研究和政策制定起到推动作用。

## 广义矩方法

汉森最突出的贡献是于1982年提出的广义矩方法,这一方法在宏观经济和金融领域都有着广泛的应用。

广义矩方法是基于在模型实际参数满足一定矩条件下,形成的一种参数估计方法,这是矩估计方法的一般化。应该说,参数估计是计量经济分析中的重要一环,如何正确的对未知参数进行合理的估计,得到趋近于真实参数的值是计量分析是否成功的关键。根据从总体中抽取的样本估计总体分布中包含的未知参数,人们常常需要根据手中的数据,分析或推断数据反映的本质规律。传统的计量经济学估计方法有广义方法最小二乘法、工具变量法和极大似然法等,但都存在自身的局限性。

而广义矩方法的优势显而易见。首先,广义矩方法构建了一个非常普适的框架,许多计量经济学的研究方法都可以视为广义矩方法的特例。比如常用的辅助变量估计,不管是在线性还是非线性的模型中,都可以用广义矩方法来表述。更重要的是,汉森构建的框架能指导如何在异方差性、序列相关和非线性的情况下,从诸多矩估计中选取最优解。并且汉森的广义矩方法允许参数存在过度识别的现象,在这种情况下可以通过选取一个最优加权矩阵来进行广义矩分析。

正是由于广义矩方法的灵活性和较少的假设,其应用范围极广。在资产定价领域,汉森和辛格顿使用该方法来估计理性预期下的非线性资产定价模型,他们选取的矩条件非线性地取决于折扣率和相对风险厌恶系数这两个经济参数,结果表明由于广义矩方法未添加任何分布假设,得出的估计好于最大似然估计。各种应用广义矩方法的例子不胜枚举。尤其重要的是,广义矩方法对于估计理性预期模型作用巨大,因为即使在数据不完善的情况下,采用广义矩方法依旧能够得到许多有意义的参数估计。可以说广义矩方法直接或间接地推动理性预期模型成为现代经济学的主流。

当然在使用广义矩方法的时候也有一些需要注意的事项。一是在有限数据样本的情况下广义矩方法不一定给出最好的估计,因此产生了诸如迭代广义矩方法等优化;二是广义矩方法仅保证了一致性而没有保证无偏性,所以如果普通最小二乘法的各种假设条件(比如同方差)都能得到满足时不宜选择广义矩方法;三是广义矩方法对于实现部分识别很有价值,而

对于某个完整的已完全指定的动态参数模型而言,由于已经引入了很多假设,在这种情况下最大似然估计或者贝叶斯估计很可能更有效。

## 稳健控制理论

汉森的另一项重要贡献,是与2011年诺贝尔经济学奖得主托马斯·萨金特一同发展并扩充了稳健控制理论。该理论基于一个十分简洁却又非常深刻的思考:经济学的理论模型是现实的高度提炼,那么一个值得担忧的地方就是,经济理论模型本身的不可靠很可能会导致依据模型提出的政策建议在实际施行过程中效果不佳。一个解决该问题的方法是建立更好的经济学模型,最理想的情况下一个完美的经济学模型从任何一个角度评价都应该准确无误地被指定,但这显然是极难实现的。汉森和萨金特提出,与其从一个模型中获取政策建议,不如从一类模型中找到最佳的政策建议。简而言之,稳健控制理论的核心是研究经济学模型本身的不确定性。

稳健控制理论的一个很重要应用是货币政策。对于一个复杂的经济体而言,经济系统内有太多的不确定因素,在这种情况下模型不确定性的风险就大大增加;另外,实证表明经济体会有结构性变化,因此一个模型即使在某一时期很有效,在结构性变化之后效果很可能会减弱。货币政策执行者如果依照单一模型制定政策,往往不能得到准确有效的货币政策准则,而稳健控制理论为货币政策提供了一条优化路径。

对于政策制定者和金融市场的参与者而言,稳健控制理论的另外一个重要意义是警示风险的来源。汉森指出,叠加在一般的风险因素之上的另外一个风险来源,正是模型本身的不确定性,而模型本身的不确定性造成的风险可以占到总体风险的三分之一。

## 风险与估值

汉森的其他研究成果还包括:尝试在未来宏观前景不可准确预测的情况下,定量分析跨期风险回报权衡。举例来说,汉森和其他两位经济学家在2008年发表的一篇颇具影响力的论文中,就试图解决以下问题:从长期的角度而言,如何为风险敞口定价?当期现金流的价值一定程度上取决于宏观经济的风险暴露,而这种宏观的风险不能通过分散投资来消除。2012年,汉森的另外一篇论文探讨了经济增长为随机的环境中,均衡价值会受到什么影响。在文中他提出了动态价值分解的方法,来区分对价值的长期与短期驱动因素。

这一系列的研究,包括前述的稳健控制理论,目前依然是非常热门的研究课题。在全球金融危机过去不久、世界金融市场仍然余震不断的大背景下,对不确定性、风险敞口、长期与短期价值的驱动因素等方面的研究很有意义。汉森的几大学术思想都是对这些重要问题的有益实践。

值得关注的是,说到汉森,不可不提的就是他的中华情结。汉森的岳父蒋硕杰也是一位著名的经济学家。他出生于上海,博士毕业于伦敦政治经济学院,曾在北京大学、台湾大学、罗切斯特大学和康奈尔大学任教,并在国际货币基金组织工作长达十年。蒋硕杰也是台湾地区中华经济研究院的首任院长。作为一名自由派的经济学家,蒋硕杰在台湾地区推动贸易自由化、汇率改革等一系列自由经济政策,为台湾地区的经济改革和之后的经济腾飞作出了重要贡献。

## 建立健全社会诚信体系保障投资者合法权益

□中国证券登记结算公司监事长 王海沙

证券市场是市场经济发展到一定阶段的产物,与其他市场建设一样,诚实信用是证券市场的重要基石。由于证券期货市场的交易模式和交易机制普遍采用委托、信托的方法,需要交易各方必须具备较高的诚信水平。缺乏乃至于恶意破坏诚信,势必破坏市场的运作基础,动摇市场的信心。由于证券期货市场存在巨大而直接的经济利益,容易引发各种以谋取不当利益为目的的违法失信行为,甚至出现内幕交易、虚假陈述、操纵市场等违法犯罪行为,给广大投资者尤其是中小投资者造成巨大的经济损失,败坏了证券期货市场的声誉,破坏了国家的经济和法制建设,甚至形成金融风险。实践证明,为了保障证券期货市场的诚信体系建设,仅仅从严从重打击违法违规行为是不够的,还应该从建立健全社会诚信体系上下工夫,对违法失信行为实行全方位的预防和打击,保障投资者的合法权益。

诚信档案是指法人和自然人在社会和经济活动中相关诚信情况的记录,并可以作为他人或管理机关评判行为主体行使权益和承担责任的重要依据。诚信档案是诚信体系建设的重要基础。从当前和今后的市场经济发展看,证券期货市场的诚信体系建设有着现实的紧迫性,是一项系统工程。参照各国的管理经验和我国证券期货市场的实际需要,2012年7月,中国证监会制定和发布了《证券期货市场诚信监督管理办法》(简称《办法》),提出并开始实施建立全国统一的证券期货市场诚信档案数据库(以下简称《诚信档案》)。《办法》对建立证券期货市场诚信体系,尤其是诚信档案的界定、采集与管理,诚信信息的公开、查询、诚信约束、激励与引导等明确相应的规则和方法。其目的就是鼓励、支持诚实守信,禁止违法违规和失信行为。

## 证券期货市场诚信档案的采集和利用

### (一)内容与范围

一是诚信档案的主要对象,包括证券期货从业人员和参与市场活动的各类公民、法人或其他组织。二是诚信档案录入信息的主要范围。主要包括基本信息、正面信息和负面信息三类。基本信息主要用于主体身份识别和定位。主要包括个人或单位的基本信息;正面信息包括受表彰、奖励等事项。负面信息包括违反法律法规受到的处罚及纪律处分等情况。

三是诚信档案信息的采集途径。正面信息(除行政许可)由公民、法人或其他组织自行申报,证券期货监管执法和自律管理中产生的负面信息,由监管机关、自律组织负责采集,其他单位、机关产生的相关信用信息,通过政府信息公开、信用信息共享等途径采集。

### (二)公开和查询

对证券期货市场上产生的违法失信行为,只有依法予以公开曝光,才能充分发挥有效的惩戒、警示作用。同时,诚信信息只有流动起来,可供查询、使用才能有效发挥约束效果,改善信息不对称,使投资人能保护合法权益。

一是规定监管机关作出的行政处罚、行政处罚、市场禁入等决定,自律组织作出的纪律处分决定,以及市场主体获得的省部级以上表彰、奖励、评比信息等,依法向社会公开。

二是针对上市公司不履行或不全面履行相关公开承诺的失信行为,建立上市公司相关公开承诺履行情况统一公示制度。

三是为了促进诚信信息的充分利用,发挥社会 and 市场的诚信监督约束作用,建立允许申请查询的机制。

### (三)权益保护

一是设定诚信信息的效力期限。在加强对失信行为的惩戒约束的同时,为了避免一时的“污点”成为永远的“包袱”,分类设定效力期限,超过效力期限的不再通过诚信档案公布、披露和对外接受查询提供。

### 二是建立诚信信息更新、更正机制。

三是为强化诚信信息申请查询环节的信息主体权益保护,规定了较为完善的申请查询程序。此外,为保护国家秘密、个人隐私和商业秘密,规定诚信信息属于国家秘密、其他公民、法人或其他组织商业秘密及个人隐私的,严格查询程序和条件。

## 证券期货市场诚信档案的作用

(一)规范约束作用。在行政许可审查环节加强诚信把关,建立违法失信记录的说明、解释与核查制度。违法失信记录属于法定不予许可条件

的,坚决依法不予许可。

(二)弘扬和警示作用。利用档案的信息与记录,对申请人区分不同情况采取制约与激励机制。同等条件下,申请人诚信记录较好的,优先审批、安排;存在失信记录的,暂缓或不予审批、安排。

(三)惩治作用。明确在常规检查、违法违规处罚处理中,将根据有关主体的诚信状况作出差别化安排,综合考虑当事人违法违纪行为的性质、情节以及对投资者合法权益的侵害程度,在法定范围内,将当事人的诚信状况作为确定相应处理的酌定因素。

(四)预防作用。建立了对发布虚假信息评论信息行为的诚信关注函制度。公民、法人或其他组织发布资本市场评论信息,存在所述事实与实际不符,或者其他显著误导公众的情形,可以向其出具诚信关注函,记入诚信档案,并可以将有关情况向其所在工作单位,所属主管部门或行业自律组织通报。

(五)探索建立证券期货市场诚信评估制度,推动市场机构建立健全内部诚信监督约束机制。鼓励建立证券期货市场诚信评估制度,组织开展行业和市场主体的诚信状况评估并予以公示。

## 证券期货市场诚信档案的特点

诚信档案与文书档案、技术档案及会计等专业档案的共同特点是真实性和凭证性。此外,由于诚信档案自身的要求和利用者的需要,还存在以下几方面的特点。

一是来源广泛。文书档案和其他专门档案多数是本单位在工作中形成的,而诚信档案是利用各单位、各方为主体在活动中形成的记录。一方面诚信信息和记录的形成及存放是分散的,如单位和个人的基本信息资料是自身形成的(如工商登记资料、个人简历信息等),其在社会经济等方面的活动中产生的诚信信息和记录是由各管理机关、单位等(如工商、税务、审计、海关、经贸、银行、保险、电信、中介机构等)形成并存放,法制行为由公安、检察、法院等单位形成并存放;另一方面,上述各机关、单位的诚信信息和记录中又往往一份中涉及多个行为主体;再者相当多的各机关、单位对相应的诚信信息没有专门化的分类管理,散在各项档案资料中,并依自身的职能职责保管和分类;这些情况,造成诚信档案来源分散,量大面广”。

二是对象众多。一般说来,机关或单位的文书及其他档案的收集和利用对象相对集中,而诚信档案的收集对象和利用者身份及目的各不相同。首先,诚信档案资料的收集对象包括证券期货市场的所有参与者。既有法人,也有个人,还有社会的其他组织,他们在市场中的各类表现,包括合法合规的行为,以及违法违规的行为均包括在内。其次,收集的资料种类广泛,既包括监管机关出具的表彰与惩处文书,也包括其他机关、单位产生的诚信信息、记录,还包括法人、个人和单位的自然情况,第三,利用者面广,既有监管工作需要,市场准入审核的需要,也有经济合作、招工招聘的需要,还有依法维权的需要等等。

三是内容明确。诚信档案的内容主要就是围绕确定具体被记录人的具体情况和诚信信息及记录,这与文书及其他专门档案的分类众多,反映和记录内容多有所不同。

四是记录是动态、连续的,不断更新和调整。公民、法人或其他组织在社会经济活动中的行为是联系不断的,诚信信息和记录也不在断地产生,因而诚信档案要连续地记录和收集整理;同时,这些单位和个人的诚信情况也会不断地变化,诚信行为为好的可能因各种原因而变好,诚信行为为差的也可能因各种原因变差,因而对于过时不能反映其诚信真实状况的文件材料要经过鉴定而及时更新。

五是公开利用。建立诚信档案就是要向社会公开有关诚信状况,为社会诚信体系建设服务,使在社会经济活动中处于信息相对不对称的人群和单位能够借助诚信档案取得公平环境,达到相对平衡状态。公开利用是诚信档案的目的,也是与文书及其他专门档案的区别之一。

六是保护权益。诚信档案的信息采集、核准、保管和利用均要经过严格审核,对公民、法人和其他单位的隐私、商业秘密和国家秘密均依法严格保护,不得随意泄露,如果对他人的权益、对相关事务的利益和国家利益造成损害,要依法追究。

证券期货市场诚信体系和诚信档案的建立、健全是适应社会主义市场经济发展和我国证券期货市场发展的需求,是一项有益的探索和尝试,符合广大投资者保护合法权益的要求。随着实践的发展,诚信档案的建设会越来越完善,效用会越来越显现。