



7. 股票市场及其在中国的发展

发行股票和发行债券是企业通过证券的形式获得中长期融资的两种常见手段

股票市场和中长期债券市场一起统称为证券市场，或者资本市场

应该发行股票还是债券？

债权凭证

VS.

所有权凭证

固定还本付息

VS.

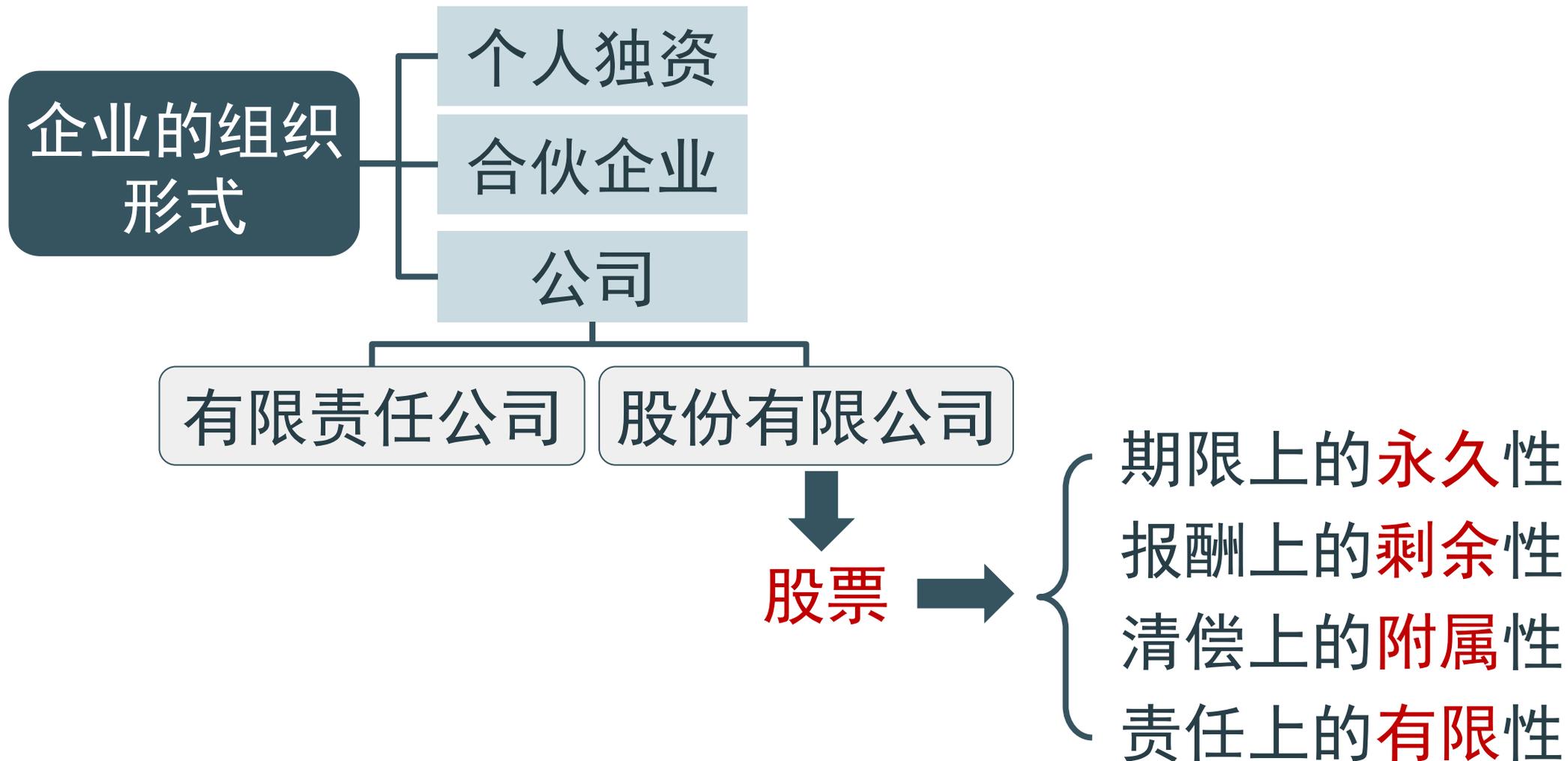
不还本，付息也非必需

无投票权
(债权治理效应)

VS.

有投票权
(股东治理效应)

与股票相关的一些基本概念



两种不同的股票：普通股和优先股



剩余利润分配权
剩余财产清偿权
投票表决权



分配上的优先
清偿上的优先
没有投票权

证券市场除被分为股票和债券市场外，还可按其他标准进行分类。对股票市场的了解可依据下列分类展开：

按交易场所

- 交易所市场
- 场外市场

按上市条件 (针对股票市场)

- 主板市场
- 二板市场、创业板、科创板
- 三板市场……

按进入顺序

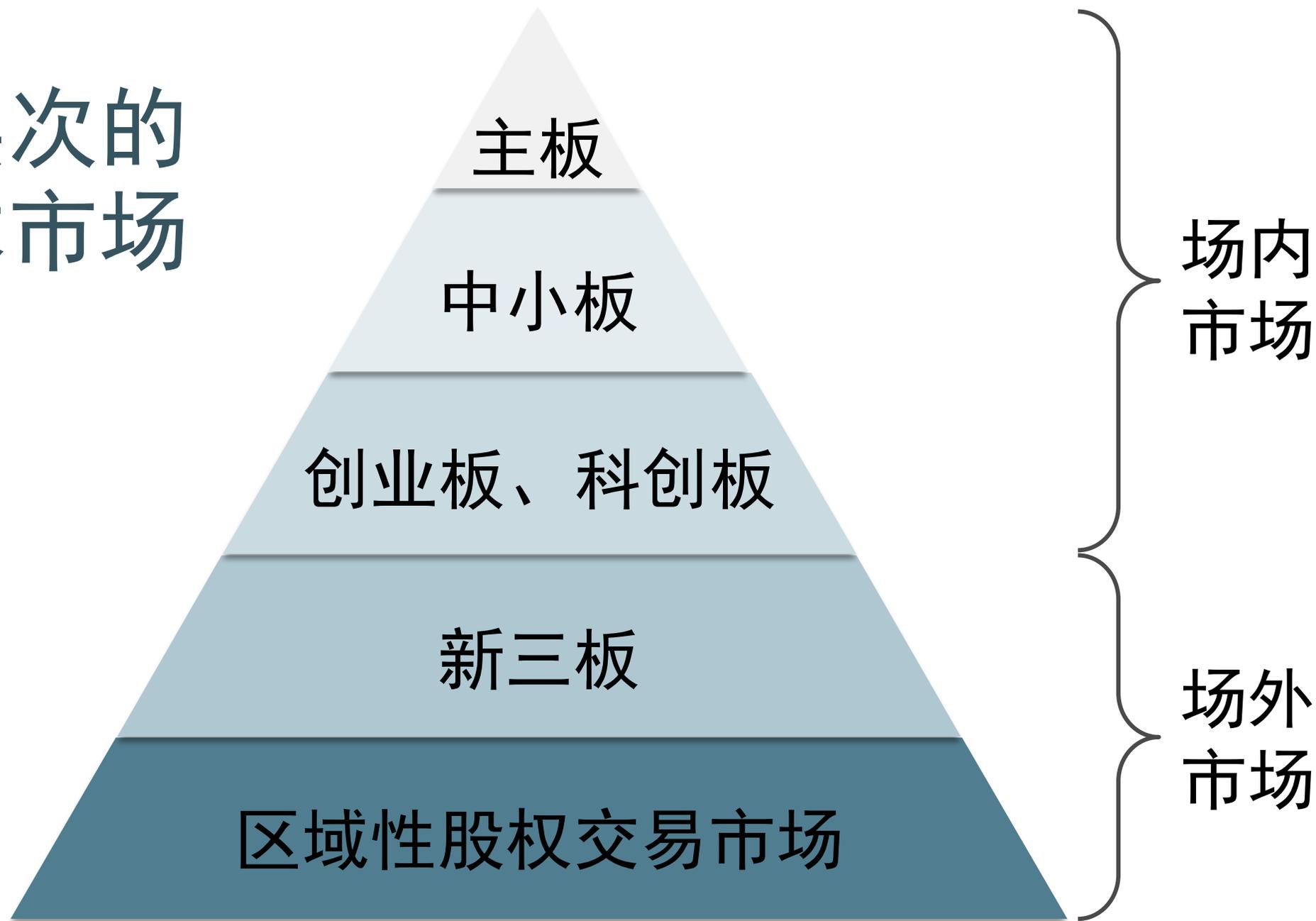
- 发行市场，又称一级市场
- 流通市场，又称二级市场

交易所市场和场外市场

交易所市场 → 有组织、有固定场所、有一套严密管理制度的证券交易市场。例如：纽交所、上交所、深交所

场外市场 → 在证券交易所以外买卖未登记上市证券的一种抽象市场。例如：NASDAQ

多层次的 资本市场



股票的发行市场与流通市场



资本创造

提供流动性

实现融资

价格发现

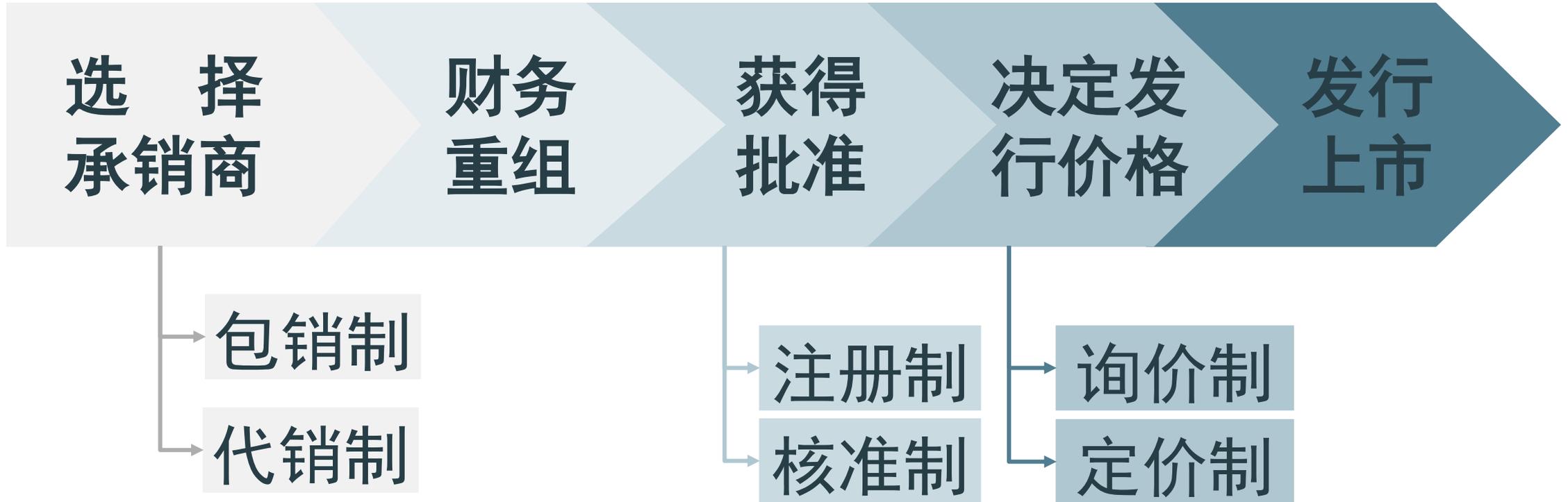
分散风险

预测经济运行

互为前提

缺一不可

新股的发行（IPO）



上市之路往往充满艰辛.....

股票流通市场：股票交易流程



买入	卖出	撤单	持仓	查询
最新价 28.83 0.54 1.91%				
000002 XXXX				
-	28.83	+		
跌停 25.46		涨停 31.12		
-	5000	+		
可买0股				
全仓	半仓	1/3仓	1/4仓	
买入				
个股仓位 0.0%		总仓位 0.0%		
卖5	28.87	206		
卖4	28.86	94		
卖3	28.85	234		
卖2	28.84	197		
卖1	28.83	43		

买1	28.81	70		
买2	28.80	1685		
买3	28.79	131		
买4	28.78	212		
买5	28.77	39		

股票市场的价格行为 与有效市场理论

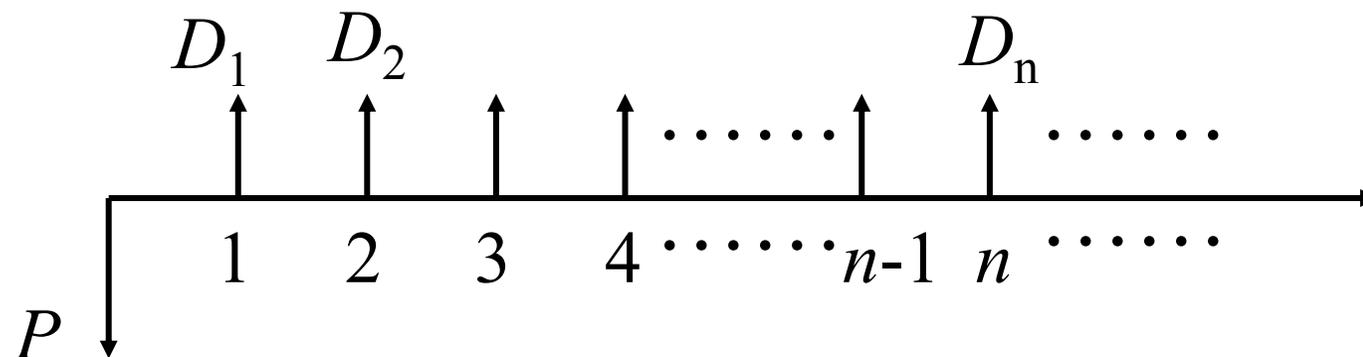
股票市场最引人关注的，莫过于股价的波动。那么，**股票价格**究竟是如何决定的？

股票两种常见估值方法

现金流折现法

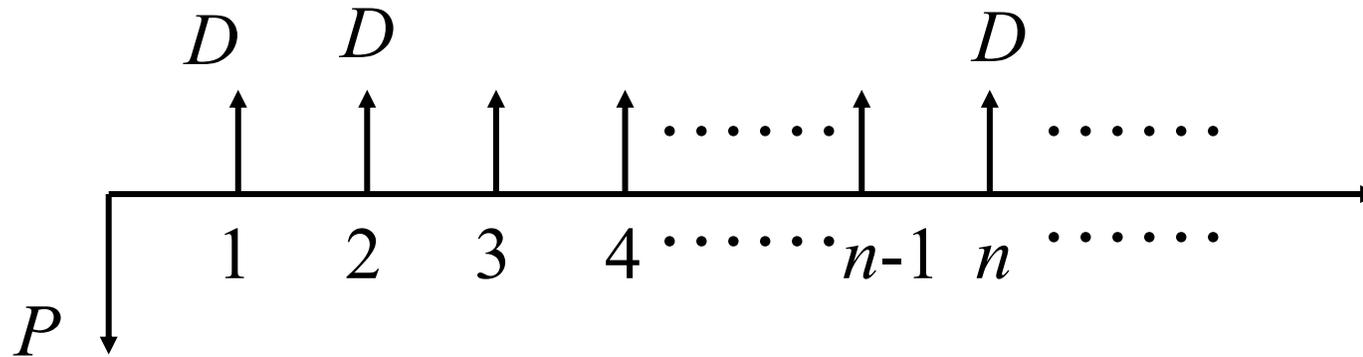
市盈率法

现金流折现法



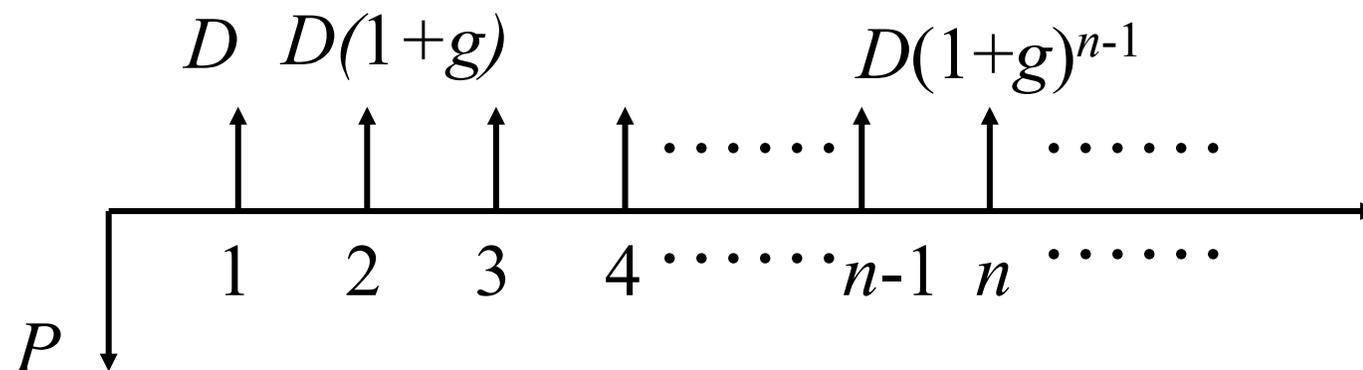
$$P = \frac{D_1}{1+i} + \frac{D_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+i)^n} + \dots = \sum_{t=1}^{+\infty} \frac{D_t}{(1+i)^t}$$

固定股利模型：假设股利保持不变



$$P = \sum_{t=1}^{+\infty} \frac{D}{(1+i)^t} = \frac{D}{i}$$

戈登增长模型：假设股利以固定比率增长



$$P = \frac{D}{1+i} + \frac{D(1+g)}{(1+i)^2} + \dots + \frac{D(1+g)^{n-1}}{(1+i)^n} + \dots = \sum_{t=1}^{+\infty} \frac{D(1+g)^{t-1}}{(1+i)^t} = \frac{D}{i-g}$$

市盈率法

市盈率=每股市价/每股收益

长期来看，处于同一行业的公司应该具有相似的市盈率水平。

思考：市盈率法和现金流折现法冲突吗？

上述讨论股票估值的，都属于基本面分析

还有一种分析股价波动的方法叫技术分析！

——空中楼阁理论、选美理论

什么是技术分析？

- 空中楼阁理论的倡导者——凯恩斯
- 长期预期是困难的，投资者会短视。表现为投资者购买股票时并不关心股票价值，而只关心能否以更高的价格卖出——博傻、击鼓传花
- 买股票的关键是知道别人是怎么想的。股票价格最终由投资者的心理决定的。只要大家相信价格会涨，价格便会涨——选美理论

问题：基本面分析和技术分析完全互斥吗？
关注消息和关注价值是否矛盾？

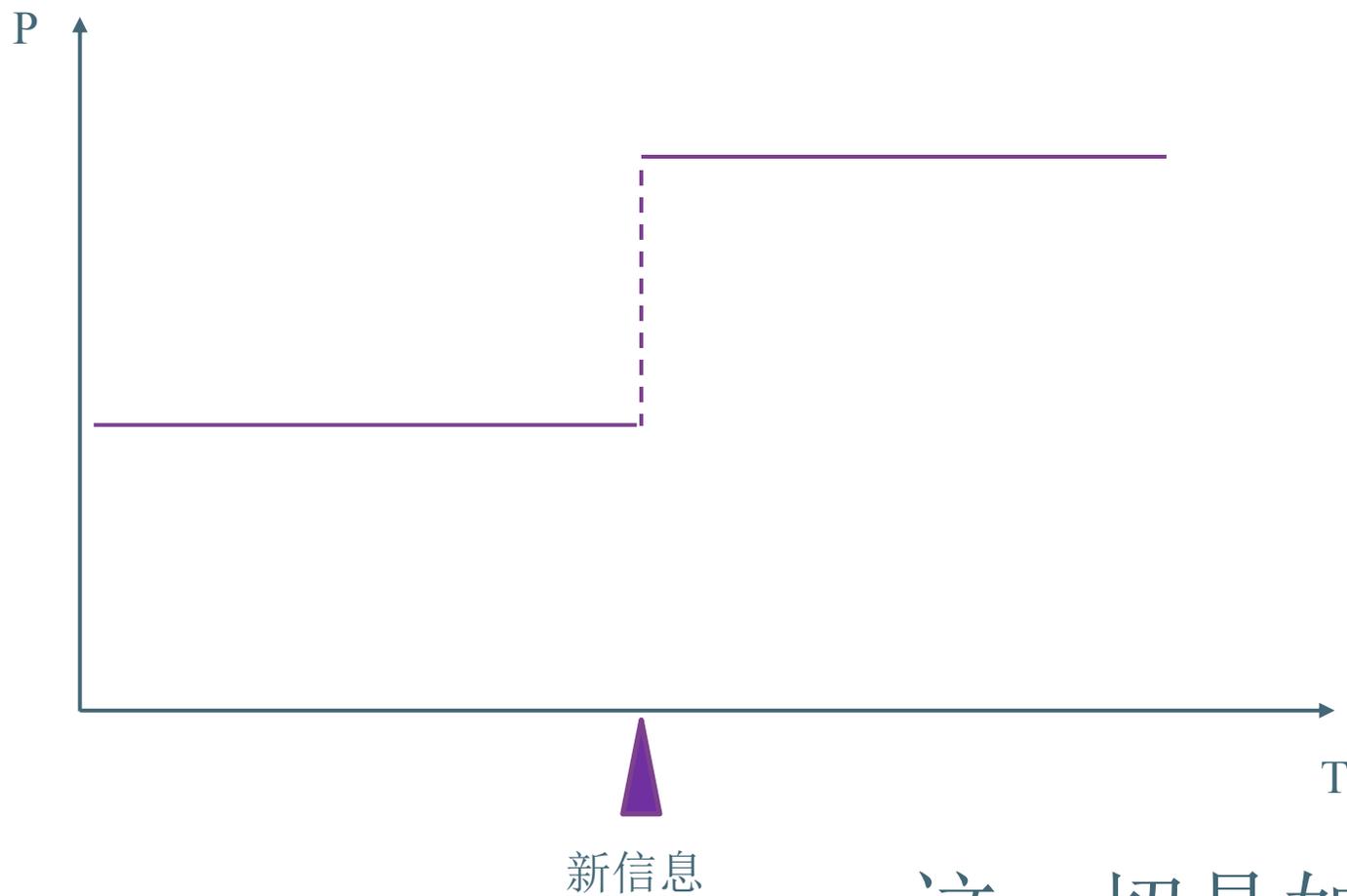
——有效市场理论可以给大家更多的思考

什么样的市场是**有效**的市场？

如果金融市场中的证券价格完全反映了**所有可以获得的信息**，市场便是有效的

核心问题：信息的透明度

怎样的市场是有效的？



这一切是如何发生的呢？

有效市场是如何形成？



哈耶克（Hayek）
1974年诺贝尔经济学
奖获得者

- 社会经济计算所依赖的知识和信息从未以**中心化**的形式存在，而是以分散甚至时常矛盾的形式为各自独立社会成员所掌握，因此社会经济最重要的问题是**如何确保充分利用每个社会成员所掌握的信息**。
- 市场的**价格机制**是一个“**奇迹**”，其巨大作用在于能够**聚合信息**以及众人的偏好。

有效市场是如何形成？

只要你积极参与市场，就在不停创造“奇迹”

“有效市场假说”实验

实验规则：股票价格的形成

- 股票的价格由10次摇号的结果形成，10次摇号的结果信息汇聚形成股票价格。
- 摇号规则：按照（0，0.8，2.8，6）进行10次摇号。

例如：某次摇号结果

第1次	第2次	第3次	第4次	第5次
0	0.8	0.8	6	6
第6次	第7次	第8次	第9次	第10次
6	0	0.8	0.8	0

求和：21.2

即为本期开奖金额

● $(0*25\%+0.8*25\%+2.8*25\%+6*25\%) * 10 = 2.4*10 = 24$

实验规则说明：信息分配方法

- 10次摇号中的1次结果称为一块信息碎片。
- 每人分配若干块信息碎片(0-9)。
- 所有人掌握的信息加总为真实信息100%。
- 每人根据掌握的信息进行交易。

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Σ
甲	0	0.8	0.8								1.6
乙				6	6	6	0	0.8			18.8
丙									0.8	0	0.8
丁											0

交易暂停 2人在线 1/15 0秒

本期开奖的信息碎片: [0, 0, 0, 0.8]
4 项累加: 0.80 元

可用现金 2386.00 元 冻结: 0.00 元

可用彩票 70.00 张 冻结: 0.00 股

买入 数量 张 价格 元

卖出 数量 张 价格 元

市场

未成

方向	数量	价格	撤单
----	----	----	----

成交

实验规则说明：双向拍卖交易

- 买入：输入买入价格（可精确到0.01）和买入数量，点击提交
认
- 卖出：输入卖出价格（可精确到0.01）和卖出数量，点击提交
认



后



你确定挂单买入1张吗？价格为36元

确定

取消

实验规则说明：交易匹配规则

- 卖单，按照价格从低到高排列优先级成交，同价按订单时间顺序。
 - ✓ 卖 1 45元 2张
 - ✓ 卖 2 50元 3张
 - ✓ 卖 3 52元 1张
- 买单，按照价格从高到低列
 - ✓ 买 1 42 2张
 - ✓ 买 2 40 1张
 - ✓ 买 3 39 5张

案例1:

如果这时挂单

买入 51元 1张

则与卖1按45元成交1张

案例2:

如果这时挂单

卖出 40元 4张

则与买1按42元成交2张，

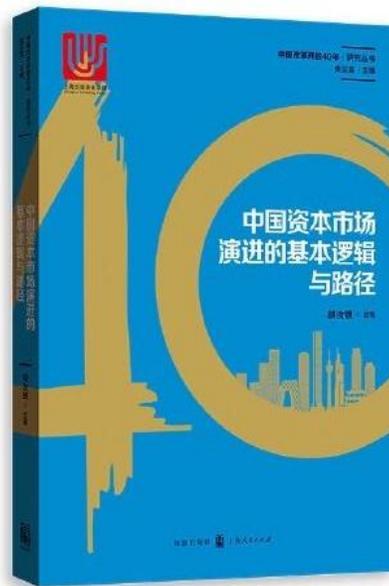
与买2按40元成交1张

剩下40元 1张 转化为卖方挂单

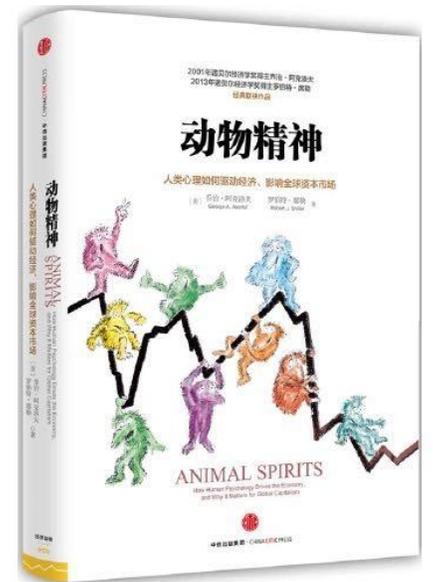
时间优先 价格优先

实验规则说明：财富/分数计算规则

- 财富 = 每期期末现金 + 股票价格*股票张数
- 在每期运行结束后，对所有同学的财富存量水平按照降序排名
- 成绩最好的两位同学将获得奖励

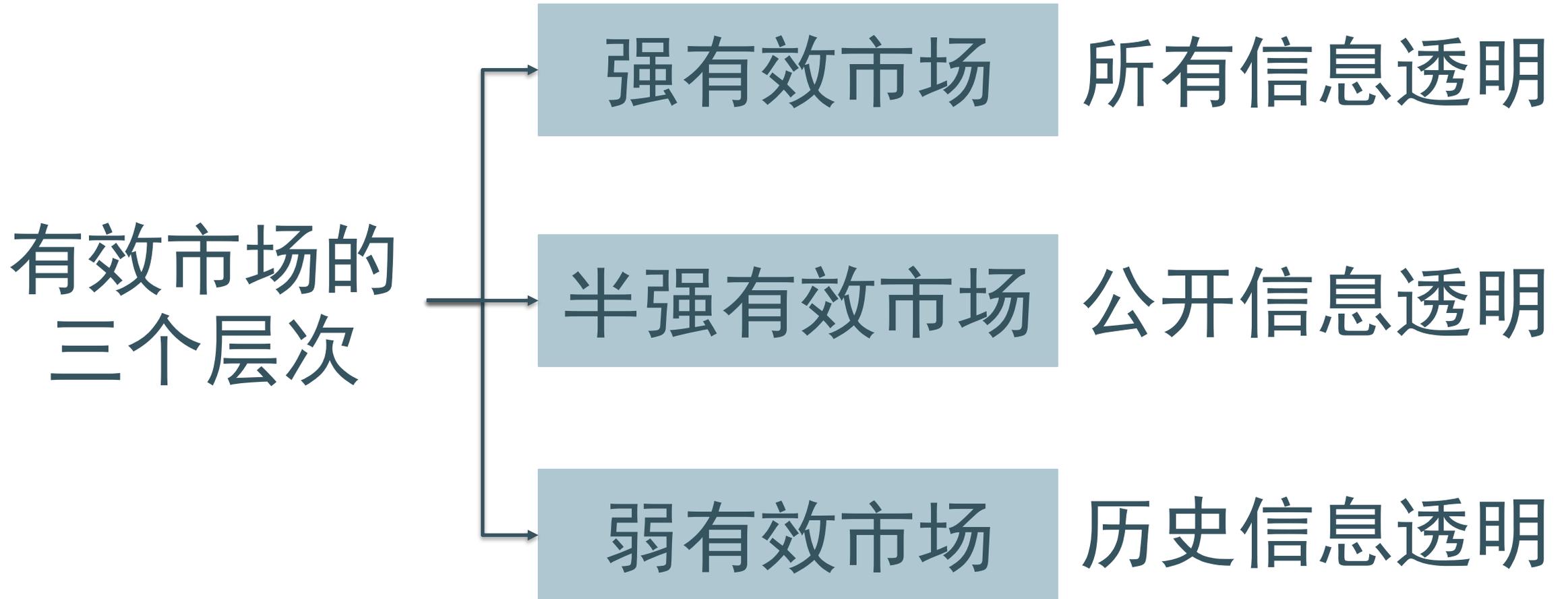


胡汝银 著



阿克洛夫、席勒 著

信息：历史成交信息、年报等公开信息、内幕信息



弱式有效市场假说

- 历史信息透明：市场价格已充分反映所有过去历史的证券价格信息，包括股票的成交价、成交量，卖空金额、融资金额等。
- 如果弱式有效市场假说成立，则股票价格的技术分析失去作用，基本分析还可能帮助投资者获得超额利润。

半强式有效市场假说

- 价格已充分反映出所有已公开的有关公司营运前景的信息。这些信息有成交价、成交量、盈利资料、盈利预测值、公司管理状况及其他公开披露的财务信息等。
- 为此，如果半强式有效假说成立，则市场中利用技术分析和基本分析都失去作用，内幕消息可能获得超额利润。

强式有效市场假说

- 强式有效市场假说认为价格已充分地反映了所有关于公司运营的信息，这些信息包括已公开的或内部未公开的信息。
- 在强式有效市场中，没有任何方法能帮助投资者获得超额利润，即使基金和有内幕消息者也一样。

现实市场是有效的吗？

有效市场的经典例证——基金经理能够战胜市场吗？



交易员

VS.



交易猿

Jensen(1968)研究了100余只基金在十年中的表现，结果发现，**115个**基金中有**89个**低于市场表现。

现实市场是有效的吗？

- Preis et al.(2013)

- 与金融经济相关的搜寻词（如债务、股票、投资组合、通胀、房屋等）搜索量与投资回报的相关性明显高于随机挑选的关键词（如颜色、宗教、癌症等）搜索量。
- 模拟投资策略：若debt在本周的搜寻量高于过去三周平均数，在接着的第一个交易日收市前沽空道指，并在下周首个交易日收市前平空仓；反之，则先买入道指再沽出平仓。
- 该策略在2004年1月5日至2011年2月22日实现高达326%的回报，同期道指回报仅16%。

中国的市场是有效市场吗？

是否弱有效：大多肯定，少数否定

是否半强有效：大多持否定意见

资本市场法制化进程加速对提高市场有效性程度有着积极意义。

阅读推荐

- 胡汝银，中国资本市场演进的基本逻辑和路径，格致出版社
- 陆正飞、姜国华、张然，财务会计与资本市场实证研究，中国人民大学出版社
- 姜付秀等，公司治理：西方理论与中国实践，北京大学出版社
- 阿克洛夫、席勒，动物精神，中信出版集团

