

# 证券市场的信息效率:由基本特征到理论猜想

丁志国<sup>a,b</sup> 金博<sup>a</sup> 徐德财<sup>b</sup>

(吉林大学 a.数量经济研究中心; b.商学院,长春 130012)

**摘要:**有效市场假说理论对市场和股价行为的解释存在不足,在引述“信息漏出与渗入假说”和“信息反映周期假说”的基础上,研究从信息集合划分和信息反映方式两个角度论述了证券市场股价与信息偏离现象存在的必然性,同时提供了针对股价与信息一致性呈现过程特征的理论说明。研究认为,短期内市场存在对特定信息的反映周期,长期内股票价格与市场信息一致性具有动态周期过程;证券市场信息效率的基本特征通过短期内存在的信息反映周期和长期内存在股价与价值偏离周期两种市场现象呈现。

**关键词:**有效市场假说;信息效率;漏出与渗入;信息一致性;证券市场

**中图分类号:**F830.91 **文献标志码:**A **文章编号:**1002-462X(2016)06-0092-08

作为金融领域内最为核心且基础的问题,关于证券市场效率的研究贯穿于现代金融理论的发展历程中。Fama(1965和1970)提出了有效市场的概念并界定了三类有效市场,建构了有效市场假说(Efficient Market Hypothesis, EMH)理论<sup>[1][2]</sup>。按照EMH理论的观点,信息是影响股价变动的唯一因素,信息将被股价所反映,有效市场是必然结果。由此,证券市场效率问题转变为证券市场信息效率问题——在有效市场状态下,股价将反映所有信息,同样,若股价同信息具有一致性,市场将处于有效状态。虽然EMH理论曾一度成为解释市场现象的主流声音,但是后续的市场现象以及突起的行为金融(Behavioral Fi-

nance)文献对EMH理论产生了质疑。<sup>①</sup>人们发现,除信息外,心理行为因素同样影响股价变动。另外,股价与信息并不总是保持一致,股价与信息间的偏离时常发生。本文从证券市场信息效率的本源性问题——股价与信息的一致性入手,探讨EMH理论逻辑的正确性,并基于市场基本现象分析证券市场信息效率的基本特征,以理论猜想的方式回答市场基本现象的背后逻辑。

## 一、证券市场信息效率的本源性问题:股价与信息一致性

Fama(1965和1970)指出,如果任意时点股价都能够对市场中的所有与股票价值相关的信息给予充分准确地反映,该市场就是有效市场。<sup>②</sup>按照EMH理论的逻辑,证券市场效率问题等同于证券市场信息效率问题,即股价与信息一致性问题——股价是否充分反映了信息,股价是否同信息保持一致性。EMH理论着重强调股价对信息的反映方式——股价“充分反映”所有与股票价值相关的信息。这里的“充分反映”包含两层含义:一是即时的信息反映,二是准确完整的信息反映,这两层含义保障了在任意时点股价同信息保持一致性,市场达到有效状态。显然,在无摩擦市场条件下,信息充分反映状态可以达到,EMH理论成立。现实条件下股价与信息间可能存在一定的偏差,但是这一偏差仅仅表现在短期内,长期内会逐步消失<sup>[3]</sup>。

<sup>①</sup> 对行为金融文献的论述可参见 Yuen(2012), Campell(2014)和 Shiller(2014)。

<sup>②</sup> 一般认为,股价如果充分反映了所有相关信息,那么股价将同其价值相等。为此,本文在行文过程中并使用了股价与信息一致性和股价与价值一致性两种表述。

收稿日期:2016-02-07

基金项目:国家自然科学基金项目(71073067);教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(11JJD790010);教育部“新世纪”优秀人才计划

作者简介:丁志国(1968—),男,教授,博士生导师,数量经济学博士,从事金融市场研究;金博(1986—),男,博士研究生,从事金融市场研究;徐德财(1986—),男,讲师,从事金融市场研究。

伴随着市场发展,一些无法由 EMH 理论所解释的市场现象逐步显现。这些现象一方面证实了股价与信息存在偏离的事实,另一方面则引起人们关于证券市场效率同证券市场信息效率关联性的质疑。行为金融文献对这些现象提出了不一样的解释逻辑,他们使用行为和认知因素说明股价与信息偏离存在的必然性。除此之外,行为金融文献首先否定 EMH 理论前提假设的正确性,其次怀疑有效市场实现机制(套利和竞争)的现实性。EMH 理论及其信息效率逻辑必须解释股价与信息偏离现象的客观存在,尤其需要解释为何在不同时间维度下(短期和长期)股价与信息偏离的基本现象并非以偶然的方式存在,而是时有发生。

短期内股价与信息的偏离现象主要表现为股价对特定信息的反映滞后、不完全,或者不准确。Bernard 和 Thomas(1990)发现,某些公司公告信息未被价格即时地反映<sup>[4]</sup>。对此,Huberman 和 Regev(2001)给出了一个现实的例子——《纽约时报》刊登了一篇关于 EntreMed 公司最新癌症治愈药品的文章,引起了很大的社会响应,进而使得其公司股价产生了超过 300% 的日收益率<sup>[5]</sup>。虽然这一信息早在五个月前于《自然》和其他报纸中报道过,但市场并没有对这一信息做出任何反映。Della Vigna 和 Pollet(2009)发现,相比其他日期收益公告的市场反映,周六收益公告并没有得到即时地反映<sup>[6]</sup>。在针对收益公告<sup>[7]</sup><sup>[8]</sup>、股票回购<sup>[9]</sup>、股利支付<sup>[10]</sup>、增发<sup>[11]</sup>、股票拆分<sup>[12]</sup>、分析师推荐<sup>[13]</sup>等公司相关公告信息的研究过程中,学者们同样找到了大量支持信息反映不完全的证据。

长期内股价与信息的偏离现象主要表现为非正常收益机会的持续存在,表现为内部人和分析师的存在。Ke et al.(2003)的研究结果表明,上市公司内部人总是能在收益下降前卖出手中持有的股票,而这一提前性交易往往出现在收益下降公告的两年以前<sup>[14]</sup>。进一步,Beneish 和 Vargus(2002)发现,内部人交易往往与那些能够表明公司收益增长持续性的要素相关。分析师行业的存在也进一步说明了长期内非正常收益机会的现实性<sup>[15]</sup>。Tucker et al.(2012)指出,分析师的推荐和预测不仅提供了有关股票的详细信息,同时也反映了分析师本人对股票价值的判断<sup>[16]</sup>。按照 Ivkovic 和 Jegadeesh(2004)的说法,如果市场中的股价与信息(价值)保持一致,只能说明分析师行业对分析师职业能力撒了谎<sup>[17]</sup>。然而,针对证

券市场检验的结果表明,长期内分析师行业一直存在,且是市场中的高薪行业,那么分析师行业是否撒了谎则一目了然。

正如 Campell(2014)所指出的,EMH 理论最为重要的贡献在于提出了有效市场的概念,而这一概念的不足在于缺少现实的可检验内涵,证券市场中短期和长期内股价与信息偏离的基本现象成为验证 EMH 理论正确性不可规避的障碍<sup>[18]</sup>。不过,可以肯定的是,证券市场内的现象证实了信息对股价影响的存在。虽然不仅仅只有信息会影响股价,但以证券市场信息效率问题研究证券市场效率仍是一个好的切入点。EMH 理论基于对信息集合划分界定的三类有效市场,以及以股价与信息一致性为基础展开的有效市场检验逻辑亟待验证——证券市场内信息集合是否绝对可分,信息是否会按照“即时、准确、完全”的方式被反映?如果不是,信息将以何种方式被反映,并以何种现象呈现于市场?

## 二、信息漏出与渗入假说:股价与信息一致性的过程特征

对于股价与信息偏离的基本现象,丁志国(2004)认为,EMH 理论无法解释这些基本现象的原因在于对信息集合的划分和股价反映信息方式的解释<sup>[19]</sup>。他说“既然有效市场理论仍然是主流的金融学思想,为什么它在对一些实证检验的解释方面表现得如此苍白?因为绝大多数的实证检验的理论基础均是 Fama(1970)给出的市场有效性的三个类型划分,而问题恰恰出在这一划分上。”由此,丁志国在其博士论文中提出了“信息漏出与渗入假说”来解释市场中这些股价与信息偏离的基本现象:现实世界的市场存在信息漏出和渗入效应,最容易获得和处理的信息也不会被市场全部包含,即漏出效应;与之相对应的是,最难以获得和处理的信息也可能部分地被市场所反映,即渗入效应,只是包含的程度存在差异。

在给出“信息漏出与渗入假说”后,丁志国还提出了“信息反映周期假说”来描述证券市场中信息反映的基本特征,并给予了一定的实证检验。“信息漏出与渗入假说”最为重要的贡献在于提出了对 Fama(1970)信息集合划分的质疑,并以此解释市场中存在的股价与信息偏离现象。“信息反映周期假说”概括性地总结了证券市场中信息效率的基本特征,着重说明了市场中股价对信息的反映具有过程特征,即股价与信息间的一致性具有过程特征。“信息漏出与渗入假说”和“信息

反映周期假说”向人们提供了理解股价与信息偏离基本现象的合理逻辑:信息集合的界定影响股价与信息一致性的结论;股价与信息的一致性具有过程特征。这里从信息集合和信息反映方式两个角度对此进行说明。

Fama(1970)提出的EMH理论较早地对信息集合做出了界定(见图1),其依据历史信息、公开信息和所有信息(包括公开信息和非公开信息)

三个层次的信息集合定义了三类有效市场,分别是弱势有效市场、半强势有效市场和强势有效市场。Fama虽然并未指出市场中三个层次信息是否可分,但是他本人以及其他学者都是沿着三个层次的有效市场分类进行检验。就证券市场信息环境的现实而言,对信息集合的划分并不可行。在任意时点,三个层次的信息并不会独立影响股价,而是共同作用于股价。

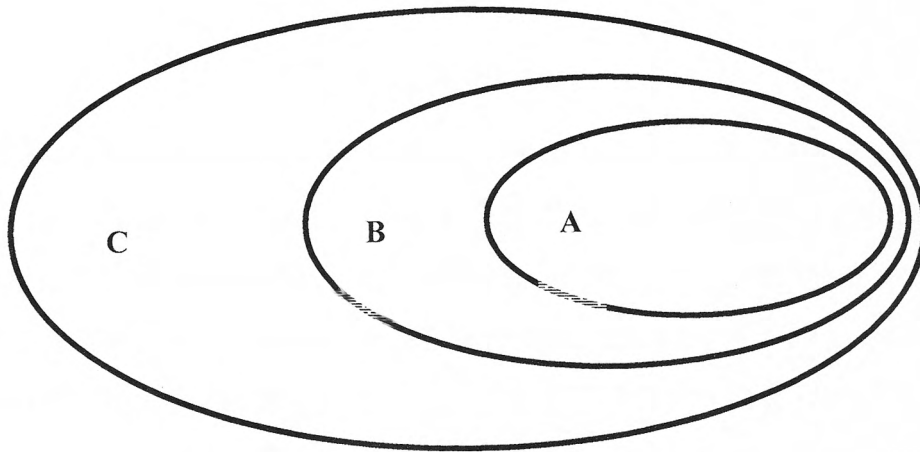


图1 Fama的信息集合分类

注释:信息集合A为历史价格信息;信息集合B为公开信息;信息集合C为所有相关信息。

数据来源:根据Fama(1970)原文献定义经笔者整理

客观地讲,证券市场中信息集合难以准确地区分,历史信息、公开信息和非公开信息往往并不存在严格的界限,且信息的传递和随机发生使得不同信息集合间存在着动态转换,进而使得在动态条件下对信息集合划分成为不可能。下页图2对静态条件下市场信息环境和信息传导给予了描述。简单而言,影响股价变动的信息主要源于上市公司。这些信息以不同形式向市场投资者传递,再经过一定的分析和处理后反映在股价中。考虑动态环境下,任一时点股价将仅是对对应时点部分信息的反映结果。股价(已被反映于股价中的信息)连同未被反映于股价中的信息将影响下一时点的股价。市场摩擦和非理性投资者的存在决定了股价并不是总能对所有信息做出即时完整的反映,而仅能对部分信息做出反映,且既包括对公开信息的反映,同时也包括对非公开信息的反映。

根据以上分析,证券市场信息集合反映的基本逻辑可以表述如下:

$$I_t^M = I_t^P + I_t^U$$

$$I_t^R = \alpha_t * I_t^P + \beta_t * I_t^U \quad \alpha_t \in (0, 1], \beta_t \in (0, 1]$$

• 94 •

$$I_t^M - I_t^R \geq 0 \tag{1}$$

$$(I_t^M - I_t^R) \xrightarrow{T \rightarrow \infty} 0, T \in (0, +\infty)$$

其中  $I_t^M$  表示 t 时刻影响股价的完整信息集合,是 t 时刻所有公开信息 ( $I_t^P$ ) 和所有非公开信息 ( $I_t^U$ ) 之和。 $I_t^M$  等同于图 1 中的信息集合 C,  $I_t^P$  等同于图 1 中的信息集合 B,  $I_t^R$  表示 t 时刻股价所反映的部分信息集合,等于市场公开信息 ( $I_t^P$ ) 和非公开信息 ( $I_t^U$ ) 加权之和。 $\alpha_t$  和  $\beta_t$  分别代表部分信息集合中所包含公开信息和非公开信息的比例,两者的大小取决于影响市场获取和处理信息的相关因素,如信息成本、交易成本等反映市场摩擦程度的因素,套利限制、注意力约束以及行为偏差等反映投资者理性程度的因素。两个比例的大小从根本上依赖于信息的发生、传导和反映过程。 $\alpha_t$  和  $\beta_t$  趋近数值 1,以及  $I_t^M$  和  $I_t^R$  两个信息集合差距的缩小将逐步实现股价与信息的一致性。现实条件下,  $\alpha_t$  和  $\beta_t$  虽总是保持向数值 1 逼近的趋势,但  $\alpha_t$  和  $\beta_t$  并不总是等于 1。因此,  $\alpha_t$  和  $\beta_t$  不同时间维度(短期或者长期)内所展现的动态特征决定了市场中股价与信息一致性的过程

特征,从而表现为股价与信息偏离到一致再到偏离的循环市场现象。

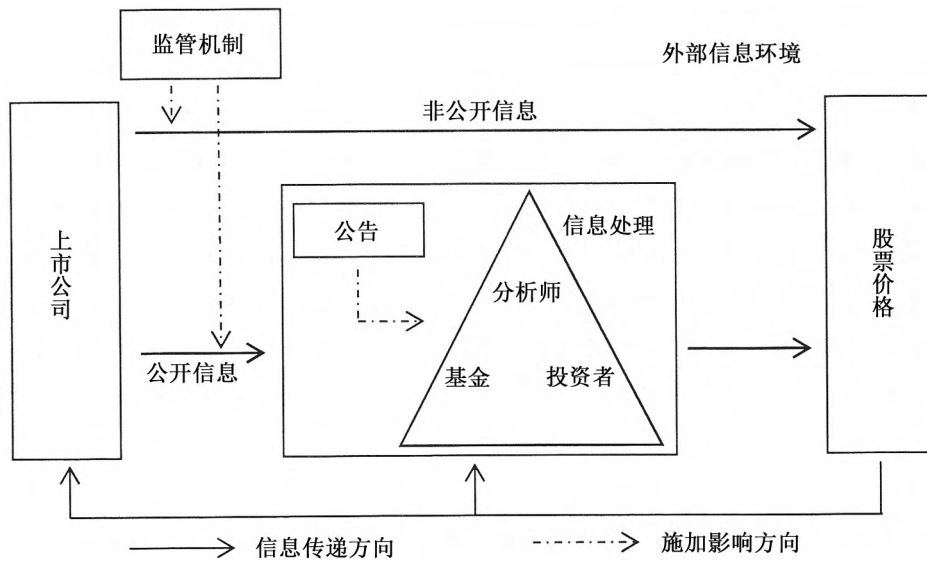


图2 静态条件下股票市场信息环境及信息传导路径

对于信息反映方式而言,股价与信息的一致性取决于两个问题:第一,信息反映的即时性;第二,信息反映的完全性(反映信息的数量和准确性)。已有的研究结论指出,市场对信息具有较快的反映速度,当新信息产生时,市场做到了即时地分析和处理。由此,最终影响市场信息效率的就是信息反映的完全性。信息反映的完全性是指股价对所有信息给予准确反映的比例,其取决于市场中信息知情者的比例、投资者的非理性程度和市场摩擦程度。按照EMH理论的逻辑,由于市场竞争和套利机制的存在,所有信息都将准确地反映到股价中。然而,现实市场并不符合Fama市场中的完美条件,因为在现实市场条件下市场摩擦的存在造成了投资者之间必然的信息非对称局面,而投资者非理性特质的存在则决定了投资者之间对信息具有非同质预期,最终,投资者理性程度影响了股价与信息的偏离程度,而市场摩擦影响了市场通过自身机制修正股价与信息偏离的难易程度,股价与信息的偏离成为证券市场内的基本现象。市场机制完善逐步减少市场摩擦的过程,以及市场参与者学习和反思行为提高自身理性程度的过程推动了股价与信息的逐步一致性,然而,市场发展过程中同样会暴露出新的问题、新的摩擦,市场参与者在未来仍可能发生非理性行为,这决定了市场将处于股价与信息由偏离到一致的循环往复的过程中,因此证券市场基本现象

将表现为股价与信息一致性的过程特征。

### 三、证券市场信息效率基本特征的理论猜想

由以上对“信息漏出与渗入假说”和“信息反映周期假说”的引述,以及基于信息集合和信息反映方式的论述,人们可以判断证券市场中股价与信息的一致性是否具有过程特征。综合而言,证券市场信息效率将通过股价与信息的一致性实现。在特征方面,信息效率将以过程的形式存在。具体而言,在短期和长期两种时间维度下,证券市场信息效率将具有不同的特征:短期内市场存在对特定信息的反映周期,长期内股价与信息一致性具有动态周期过程;证券市场信息效率的基本特征将通过短期内存在的信息反映周期和长期内存在股价与价值偏离周期两种市场现象呈现。

短期内,市场内完整信息集合相对固定,市场的信息效率将通过股价对特定信息的反映呈现,即在特定时点上股价是否对新信息的产生给予即时完整地反映,以及反映过程的时间长短将描述证券市场信息效率的基本特征。假定短期内市场完整信息集合给定,那么股价将只对新增的信息做出反映。按照EMH理论的逻辑,股价在短期将即时完整地在发生新信息的时点对新信息的全部内容做出反映。然而,证券市场中并不存在EMH理论所设定的完美条件,这决定了现实的结果并未按照这种系统无偏的方式呈现股价与信息

的一致性 相反 ,股价对新信息的反映将表现为一个可识别的反映过程 ,即从股价开始对新信息做出反映 ,到该反映过程结束的可测度的时间距离。这一结果背后的根本原因在于现实市场条件下短期内的信息反映结果受到了诸如信息漏出和渗入

效应的影响。因此 ,股价在特定时点并不是总能够准确地对新信息做出即时完整的反映。对信息非完全反映结果的关键决定因素是非完美的现实条件和人类行为限制及偏差所引起的非理性。图 3 对短期内信息反映方式给予了描绘。

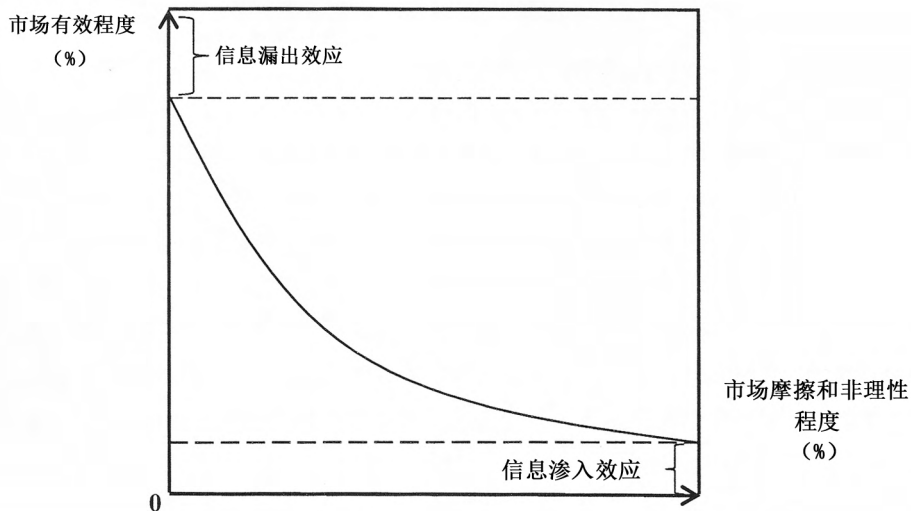


图 3 短期条件下的信息反映方式

注释: 图中纵轴和横轴分别表示市场有效程度、市场摩擦和非理性程度 ,对应指标单位为百分比。横轴市场摩擦和非理性程度刻画了现实条件对股价完全、准确且即时反映信息的影响程度。现实条件下 ,即使市场摩擦和非理性程度为零 ,市场有效程度也不会达到 100% ,最易获取和估计的信息也会被遗漏 ,市场中存在信息漏出效应;即使当市场摩擦和非理性程度达到 100% ,市场也不会处于完全有效状态 ,最难获取和估计的信息也可能被反映到股价中去 ,市场中存在信息渗入效应。

数据来源: 丁志国( 2004)

当市场在短期内按照这种信息反映逻辑运行时 ,股价对新信息的反映过程将呈现出明显的周期特征: 股价对新信息全部内容的反映将具有非即时性的特征 ,表现为从股价对新信息做出反映到反映结束之间具有明显的时间距离 ,从而市场中存在信息反映周期的现象。这就是本文对证券市场信息效率短期特征的理论猜想 ,下页图 4 对其对应的市场现象进行了描述 ,刻画了股价对特定时点新信息的反映过程 ,并以信息反映始点和反映终点之间的时间距离界定为对特定信息的反映周期。这里需要说明的是 ,市场中并不是总能够出现可识别的非零信息反映周期 ,非零信息反映周期也并不一定表现为一个平均的市场结果。即使存在非零信息反映周期的市场现象 ,市场自有的运行机制和投资者天然的逐利动机将会驱使人们利用这一现象 ,其结果是市场中将不存在信息反映周期。信息反映周期可能不是一个平均的市场结果 ,其原因在于 特定公司具有不同的信息

环境 ,且具有不同的投资群体 ,这决定了对应公司股票对特定公司信息不同的反映结果。虽然 ,信息反映周期更可能是一个微观层面的市场结果 ,但这一结果依然是对证券市场信息效率短期特征最直接的证明。

长期内 ,人们将拥有更多的时间和精力去挖掘和分析影响股价的所有信息 ,因此股价将在连续时间点对市场中的完整信息集合做出反映。相对于短期内相对固定的完整信息集合 ,长期条件下的任意时点都面临着不确定的完整信息集合 ,因为在任意时点都可能出现新信息 ,而新信息本身及其内容具有不确定性。与短期内相同 ,长期内的证券市场信息效率同样受到市场非完美条件和人类行为因素的影响 ,从而使得市场在对完整信息集合做出反映的过程中 ,并不能持续保证股价与信息的一致性。在任意时点股价对完整信息集合的反映都可能出现偏差 ,表现为市场中股价同包含所有信息的价值变量之间的偏离。图 5

(见隔页)对完整信息集合条件下的信息反映过程逻辑进行了说明,其表达的基本内涵是:在长期内,面对动态的完整信息集合,且受制于短期内特定时点股价对信息反映的不完全,股价与价值变量(包含所有信息)将出现偏离,偏离的程度取决于市场摩擦和非理性程度。若将股价同影响股价变动的因素共同放置在时间序列的框架下进行考虑,由于股价终将反映那些影响股价的信息,而新

信息的产生将对完整信息集合进行“修正”,长期内股价与价值的偏离将处于一种周而复始的动态过程中。而这一过程恰恰反映了证券市场信息效率的长期特征,即长期内股价与信息一致性具有动态周期过程;证券市场信息效率的长期特征将通过股价与价值偏离周期这一市场现象呈现。以上分析概括了本文关于证券市场信息效率长期特征猜想的基本逻辑。

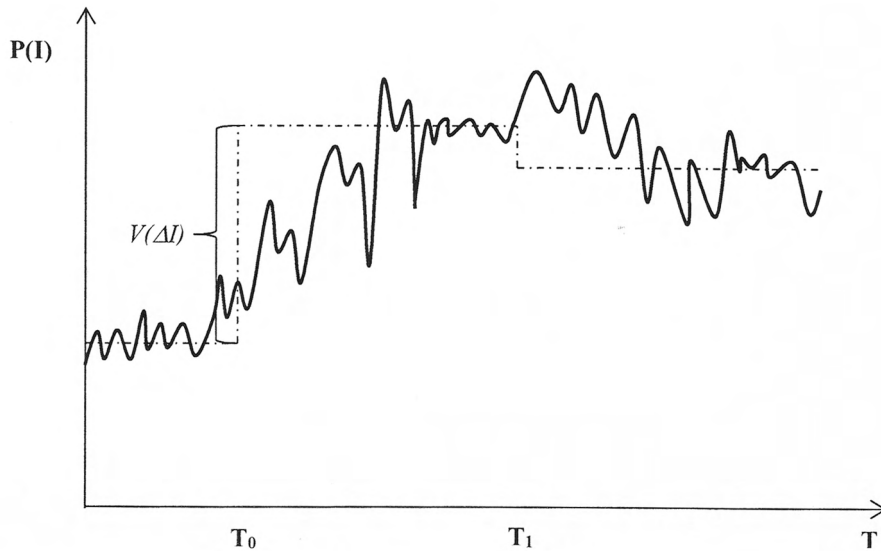


图4 短期内信息反映的周期过程

注释:本图描绘了股价对特定时点内新信息的反映过程,即信息反映的周期过程。横轴T为连续时间点。其中, $T_0$ 为股价对新信息作出反映的始点, $T_1$ 则为股价对新信息作出反映的终点。纵轴P(I)为股价。 $T_0$ 至 $T_1$ 之间的时间距离刻画了股价对新信息的反映周期,而两时点之间产生的股价变动 $V(\Delta I)$ 则反映了新信息的完整内容,即对股票价值具有影响的信息内容。图中未对新信息产生的时点作出标注,原因在于短期内市场中存在信息的漏出和渗入效应,信息提前漏出现象和信息的滞后反映在已有的研究中都得到了证实,因此新信息产生的时点可能并不是股价对信息开始反映的时点。 $T_0$ 至 $T_1$ 之间显著可识别的时间距离,或者说非零信息反映周期说明短期内股价并不总是能够对信息作出即时和完整的反映,但是股价能够反映信息这一原理从未被否定,只是在基本特征方面以过程的形式存在。图中 $T_1$ 开始,股价将面临其他未来的信息,并对未来信息作出应有的反映。

数据来源:根据丁志国(2004)的基本猜想,并结合本文对短期内信息效率基本特征的理论猜想绘制

综上所述,长期内信息效率将表现为动态条件下股价与信息一致性的变化,其具体的变化趋势一方面取决于市场机制本身,另一方面则依赖于影响股价与信息偏离的因素,这些因素自身的动态变化同样影响股价与信息在连续时点条件下的偏离趋势。由此,股价与信息的一致性将随着市场本身的自我修正和影响因素的此消彼长呈现出周而复始的周期过程,从而促成了市场中存在的股价与价值偏离周期现象。这一周期现象在一定程度上具有内生特征,既源于市场本身运行而产生的自我偏离和自我修正过程,同时又受到市场现实条件和人类行为

的直接影响,呈现出环境依赖和个体特质依赖特征。<sup>①</sup>下页图6对长期内股价与信息一致性的动态趋势特征进行了描述,并将长期内股价与价值偏离的这种周而复始的动态过程界定为股价与价值偏离周期,以此反映证券市场信息效率的长期特征。

<sup>①</sup> 丁志国等(2008和2012)基于CAPM模型跨期时变风险的测度检验结果表明,经济系统性风险具有动态变化的特征,且表现为内生特征。文章所给出的理论分析和实证结果为股价与价值偏离周期具有内生性提供了一定的支持。

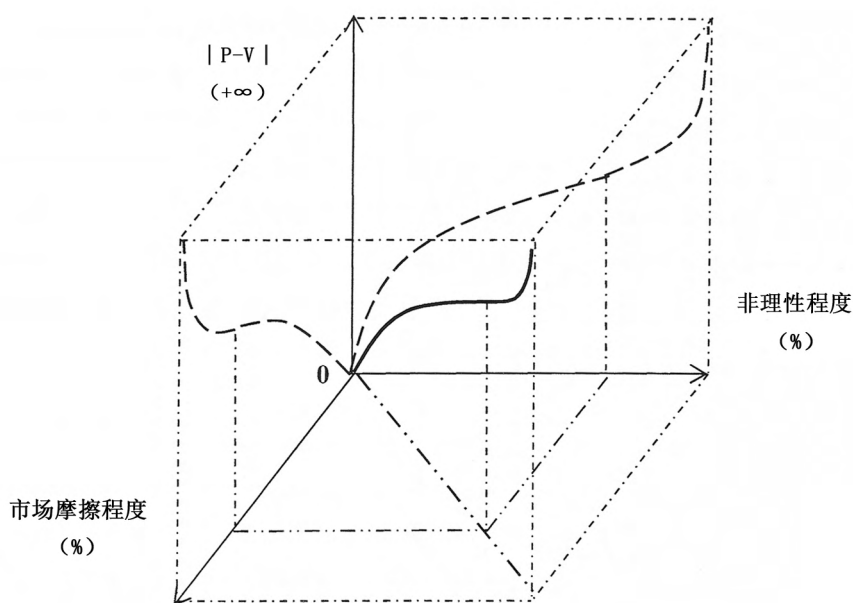


图5 长期条件下的信息反映方式

注释: 本图描绘了长期条件下股价对信息的反映程度, 表现为股价与价值的偏离, 进而说明动态信息环境条件下证券市场信息效率的长期特征。图中 X 轴、Y 轴和 Z 轴分别表示市场摩擦程度、市场非理性程度和股价与价值偏离的绝对值 ( $|P-V|$ )。完整信息集合条件下, 若市场非理性程度和市场摩擦程度均为零, 那么股价与价值之间的偏离将为零, 这与 Fama 所界定的信息反映方式一致。但在现实市场条件下, 由于市场摩擦和投资者非理性因素的存在, 股价与价值之间的偏离持续存在, 两者之间的差距既不是很遥远, 也不会保持不变。不过, 当市场处于极端条件下时, 如信息摩擦和市场非理性程度近 100% 时, 再如战争、自然灾害、经济危机等时, 股价与价值偏离的绝对值将趋近于无穷大, 正如人们所见证的“郁金香之热”、二次世界大战等历史事件。基于竞争、套利等市场机制的交易行为能够在一定时间内将两者之间的差距重新拉回一定的值域内, 在一定条件下甚至能够使得两者之间的差距降为零, 即达到股价与股票价值相等的市场有效状态, 但这一结果同样依赖于市场摩擦和非理性因素动态变化。

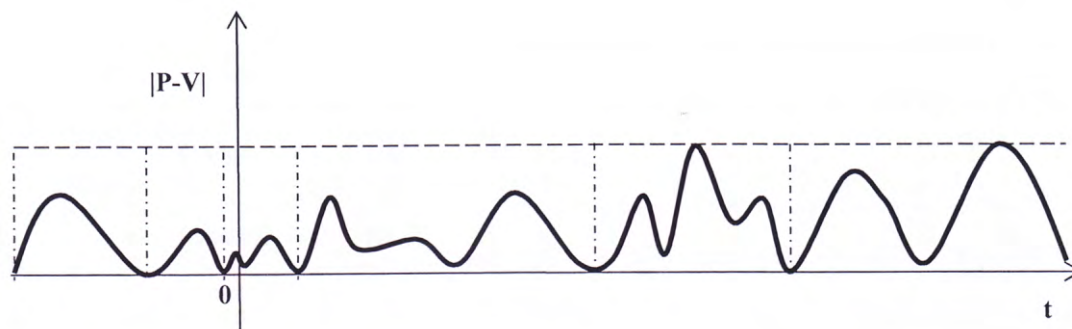


图6 长期内股价与价值偏离的周期过程

注释: 本图给出了股价与价值偏离的动态趋势过程, 并界定了这一过程中存在的周期特征, 即股价与价值偏离周期。横轴是时间轴, 纵轴是股价与价值偏离的绝对值。图中与横轴平行的虚线表示股价与价值偏离的上限, 进而说明股价与价值的偏离并不会无限大或者无限小, 因为基于市场竞争和套利机制的交易行为能够控制和纠正两者之间的差距。与纵轴平行的虚线则表示股价与价值相一致的不同时点, 相邻两条纵列虚线则反映了股价与价值从偏离开始到偏离结束的完整周期。由于任意时点的市场条件都可能发生变化, 包括市场摩擦程度和投资者非理性程度在内的影响信息反映过程的因素都会发生变动, 这使得股价与价值偏离周期在不同的时间段内具有不同的长度, 从而说明股价与价值偏离周期依赖于现实环境。相对而言, 在摩擦程度较低、投资者非理性程度较低的市场中, 股价与价值偏离周期通常更短。由于特定信息的反映过程受到样本特质的影响, 信息反映周期现象同样具有样本特质特征。

#### 四、简短的结论

首先,本文从 Fama 的 EMH 理论出发,解释了 EMH 理论所给出的证券市场信息效率逻辑,并结合证券市场中股价与信息偏离的基本现象说明 EMH 理论对市场和股价行为解释的不足。其次,在引述丁志国给出的“信息漏出与渗入假说”和“信息反映周期假说”的基础上,本文分别从信息集合划分和信息反映方式两个角度论述了证券市场股价与信息偏离现象存在的必然性,同时提供了针对股价与信息一致性呈现过程特征的理论说明。最后,结合市场基本现象以及相关的理论说明,本文提出了针对证券市场信息效率基本特征的理论猜想,详细描述了短期和长期两个时间维度下股价反映信息的方式和过程特征。本文认为,短期和长期两种时间维度下,证券市场信息效率将具有不同的特征:短期内市场存在对特定信息的反映周期,长期内股价与信息一致性具有动态周期过程;证券市场信息效率的基本特征将通过短期内存在的信息反映周期和长期内存在股价与价值偏离周期两种市场现象呈现。

本文按照由基本现象到理论猜想的方式描述了证券市场信息效率的基本特征,着重论述了证券市场股价反映信息的过程特征。这些理论观点对于理解证券市场内的基本现象提供了一种新的思路,特别是以动态视角和过程思维去理解股价与信息的偏离,然而这些理论观点的证明仍需要实证检验,这也是未来的研究方向。

#### 参考文献:

- [1] FAMA E F. Random Walks in Stock Market Prices [J]. Financial Analysts Journal, 1965, 21(5): 55-59.
- [2] FAMA E F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work [J]. Journal of Finance, 1970, 25: 383-417.
- [3] YUEN R. Findings in Behavioral Finance [R]. Working Paper of SSRN, 2012.
- [4] BERNARD V L, THOMAS J K. Evidence that Stock Prices do not Fully Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings [J]. Journal of Accounting and Economics, 1990, 13(4): 305-340.
- [5] HUBERMAN G, REGEV T. Contagious Speculation and a Cure for Cancer: A Nonevent that Made Stock Prices Soar [J]. Journal of Finance, 2001, 56: 387-396.
- [6] DELLA VIGNA S, POLLET J M. Investor Inattention and Friday Earnings Announcements [J]. Journal of Finance, 2009, 64: 709-749.
- [7] BALL R, BROWN P. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers [J]. Journal of Accounting Research, 1968, 6: 159-178.
- [8] BERNARD V L, THOMAS J K. Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium? [J]. Journal of Accounting Research, 1989, 27: 1-36.
- [9] IKENBERRY D L, LAKONISHOK J, VERMAELEN T. Market Underreaction to Open Market Share Repurchases [J]. Journal of Financial Economics, 1995, 39(2-3): 181-208.
- [10] MICHAELY R, VILA J L. Investors' Heterogeneity, Prices, and Volume around the Ex-Dividend Day [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1995, 30: 171-198.
- [11] LOUGHRAN T, RITTER J R. The New Issues Puzzle [J]. The Journal of Finance, 1995, 50: 23-51.
- [12] IKENBERRY D L, RANKINE G, STICE E K. What do Stock Splits Really Signal? [J]. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1996, 31(3): 357-375.
- [13] WOMACK K. Do Brokerage Analysts' Recommendations have Investment Value? [J]. Journal of Finance, 1996, 51: 137-167.
- [14] KE B, HUDDART S, PETRONI K. What Insiders Know about Future Earnings and How They Use It: Evidence from Insider Trades? [J]. Journal of Accounting and Economics, 2003, 35(3): 315-346.
- [15] BENEISH M D, VARGUS M E. Insider Trading, Earnings Quality, and Accrual Mispricing [J]. The Accounting Review, 2002, 77(4): 755-791.
- [16] TUCKER J, GUERMAT C, PRASERT S. Short-Run Reaction to News Announcements: UK Evidence [R]. University of the West of England: CGF 2012.
- [17] IVKOVIĆ Z, JEGADEESH N. The Timing and Value of Forecast and Recommendation Revisions [J]. Journal of Financial Economics, 2004, 73: 433-463.
- [18] CAMPELL J Y. Empirical Asset Pricing: Eugene Fama, Lars Peter Hansen, and Robert Shiller [R]. Working Paper, 2014.
- [19] 丁志国. 证券市场有效性研究 [D]. 长春: 吉林大学, 2004.

[责任编辑: 房宏琳, 曾 博]



## Public Sphere during Community Governance: Characteristics , Value and Limitations ——An Analysis Based on Community Forum W of Wuhan

LI Hai-jin

( *Institute of Chinese Urban Governance Studies ,Central China Normal University ,Wuhan 430079* )

**Abstract:** During the urban community governance , some new community organizations gradually appear. These organizations have broadened the system space of grassroots society ,reconstructed the power structure of urban community , fostered citizen ' s public spirit , and promoted grassroots democracy and community self-governance. The community public organizations are of inestimable value to urban grassroots democracy. However , there are also limitations. The institutionalized security system is the key factor of the development of community public sphere.

**Key words:** Community Governance; Public Sphere; Community Development; Community Building; Grassroots Democracy

## Efficiency of Information in Stock Market: from Normal Characteristics to Theoretical Conjectures

DING Zhi-guo<sup>a ,b</sup> ,JIN Bo<sup>a</sup> ,XU De-cai<sup>b</sup>

( *Jilin University a.Center for Quantitative Economics; b.Business School ,Changchun 130012* )

**Abstract:** For the deficiency of EMH , which could not fully explain all the behaviors of the market and stock prices ,based on introductions of leakage and infiltration of Hypothesis and Horizon of Reflection to Information Hypothesis , the paper discusses the necessity of deviation between stock price and information respectively from division of information set angle and mechanism of information reflection angle and applies the theoretical certification to prove that there would be a process of the accordance between stock price and information. The paper suggests that there exists a reflection cycle of specific information in the market for short term , and the accordance between stock price and information shows a dynamic cycle process; information reflection cycle in short term and deviation between stock price and value give an exhibition for the characteristics of market efficiency.

**Key words:** Efficient Market Hypothesis; Information Efficiency; Leakage and Infiltration; In formation Accordance

## Adherence to Pure Poetry Writing

——Exploration of Poetic Ideas and Poetry Art of Zhang Shuguang

MA Han-guang

( *Heilongjiang University School of Literature Harbin 150080* )

**Abstract:** As short series ,reflecting social culture ,spiritual outlook and mode of discourseof an era ,Zhang Shuguang ' poems left historical memory for ordinary people ,through which our era is being written and reflected. These short poems share the similar feature with civilian poems ,hence the poems are titled as "civilian epic". Modern Western poetic tradition had a deep impact on Zhang Shuguang. For one thing ,Eliot , Rilke , Yeats , and Ginsberg provided muchinformation for his poetic ideological reflection of the times. For the other , many classic works were applied to his writing and formed intertextuality , which greatly expands the connotation of his poetry. However , as a Chinese poet , traditional cultures and traditional literary accomplishment make Zhang Shuguang own his distinguishing features while accepting Western literary influence.

**Key words:** Zhang Shuguang; Civilian Epic; Intertextuality; Narrative; Thinking of Philosophy