

周小全 著

# 资本市场效率论

—— 一般理论分析与中国实证研究

效率



中国财政经济出版社

# 资本市场效率论

——一般理论分析与中国实证研究

周小全 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资本市场效率论:一般理论分析与中国实证研究/周小全著. —北京:中国财政经济出版社, 2008. 11

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1000 - 1

I. 资… II. 周… III. 资本市场 - 研究 - 中国 IV. F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 153485 号

责任编辑: 翁晓红

责任校对: 黄亚青

封面设计: 陈 瑶

版式设计: 董生萍

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: [cfeph@cfeph.cn](mailto:cfeph@cfeph.cn)

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

营销中心电话: 010 - 88190406 北京财经书店电话: 010 - 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787 × 960 毫米 16 开 23.5 印张 340 000 字

2008 年 11 月第 1 版 2008 年 11 月北京第 1 次印刷

定价: 46.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1000 - 1/F · 0830

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744



## 序

周小全同志的博士后出站报告《资本市场效率论——一般理论分析与中国实证研究》，经过修改交由中国财政经济出版社出版发行。这部著作紧紧围绕资本市场的核心要义——效率问题，分别从资本市场结构与功能、金融资源配置、资本市场信息等多个视角进行了系统论证和实证分析，结合中国实际得出了令人信服的结论，并对下一步的资本市场改革发展战略提供了有价值的政策建议，是目前各种同类著作中很有特色的一部力作。因此，我愿意将该部著作推荐给读者。

中国资本市场是以现代化为目标的转轨中实行经济体制改革的产物。在制度变迁的特定阶段，资本市场曾一度严重偏离其优化配置资源的基本功能，而服务于为国有企业脱困提供资金支持的短期目标，成为继财政资金、银行信贷资金之后的“第三条输血管道”。既然当时资本市场的运转逻辑在于扶持特定的对象而无关资本回报率，效率问题自然无从谈起，难以追求。但随着经济体制改革的不断深化，对企业、市场与政府边界的逐步廓清，我国资本市场已逐渐按其本来的内在逻辑运转，并取得了令人瞩目的发展。

一是形成了多元化的市场架构。既有在境内市场上市的人民币普通股（A股）、特种股（B股），也有在境外证券市场发行上市的H股；既有满足大型企业发行上市的主板市场，也有专门满足中小企业融资需求的中小企业板市场。



二是资本市场投资产品日益丰富。从最初只有单一的股票产品，发展成包括股票、可转债、公司债、政府债、各类基金产品、资产证券化产品、权证、商品期货等多种投资产品并存的综合性市场。

三是证券发行、交易、过户、结算实现了电子化。逐步发展了计算机集中撮合、全国性网络交易、无纸化发行、电子化处理清算以及高效快捷的信息披露系统，证券交易当天处理交易结果，T+1 实现交收。

四是投资者的结构和投资理念发生了很大变化。共同基金、合格境外机构投资者（QFII）、社会保险基金、商业保险资金、企业年金等相继进入资本市场，规模和比重在不断增加，价值投资的理念逐渐深入人心。

五是形成并发展着符合中国实际的资本市场监管体系。

需要指出的是，尽管经历了十多年的发展，我国资本市场还不能充分适应经济改革和经济发展的要求，仍存在一些突出的问题和结构性矛盾。如资本市场的直接融资比重远低于国际市场平均水平；投资产品主要以权益类产品为主，固定收益类产品尚不发达；缺乏证券衍生品市场以及风险管理和避险工具，加剧了股市的波动性；与市场规模相比，机构投资者占市场比重仍然偏小，等等。我认为，解决以上问题的关键是要发挥资本市场在资源配置中的作用，其核心是建设一个富有效率的资本市场体系。如果资本市场是富有效率的，那么资源配置和经济结构就会得到优化，国有企业改革就会得到推进，非国有经济发展就会加快，企业法人治理结构就会得到完善，金融风险也会得到有效管理。相反，如果资本市场发展严重落后于经济发展的要求，经济体系中的资源配置就不可能趋向于最优，作为微观基础的企业就不能充分发挥其活力，经济发展中就会存在一定程度的金融风险。因此，资本市场发展的核心问

题就是资本市场效率问题，资本市场的发展和完善必须紧紧围绕提高资本市场效率来进行。资本市场的完善和发展成熟与否，应该以资本市场的效率水平来衡量；资本市场的发展导向，应该用资本市场的效率是否提高来判断和设定。

在这样的背景和基本逻辑下，周小全同志的博士后出站报告选择资本市场效率问题进行系统研究，力求构建资本市场效率的理论体系，并得出中国资本市场有效性的实证检验方法和效率改进的模式建议，具有重要的理论和现实意义。通读该报告，我认为有以下几个特点：

一是文献综述扎实丰富。理论要做到博大精深，首先要站立于巨人的肩上。作者花费数年时间查阅了大量文献资料，对已有的文献作了系统的整理、比较和分析，对资本市场效率理论的整个发展脉络进行了十分清晰的勾画。仅就文献价值而言，该报告也是很有意义的。

二是系统构建了资本市场效率研究的新体系。这一新体系涵盖了资本市场效率研究的分析视角、新方法论、理论分析的主线（经与纬）以及实证研究要点等多个方面，即以资本市场本质基础上的系统观与资源观为分析视角；以系统分析与综合为新方法论；以 CAS（复杂适应系统）一次优—协调三个理论为经、SEnFEf 范式（资本市场结构、运行机制与环境共同决定资本市场功能与资本市场效率）为纬；以多指标—线性与非线性方法结合—合意解为实证研究要点。

三是提出了研究资本市场效率的系统与资源的二元视角。其一，构建了 SFE 框架，廓清了资本市场效率在资本市场系统逻辑链条上的位置，提出了 SE nFEf 新范式、系统科学下的新方法论与资本市场适应效率等新理念，为资本市场结构、功能与效率的深入研究提供系统的视角；其二，进一步阐述金融资源论，分析资本市场的资源属性，并对资本市场功能进行再审

#### 4 资本市场效率论



视，在此基础上挖掘出研究资本市场效率资源的视角。

四是由二元视角与资本市场资源属性的深入分析，推导出了资本市场效率理论分析的适应—一次优—协调三个理论，重点研究了资本市场的局部均衡和动态非均衡，并对资本市场与货币政策的有效性进行分析，在此基础上提出了提高资本市场效率的方法和途径。

五是结合中国的实际情况，提出中国资本市场效率实证研究应在系统分析与综合的新方法论体系下展开，实现资本市场效率实证方法的若干转换（由单纯的有效性检验向多指标综合评价的方法转换，由定量研究向定量研究与定性研究相结合的方法转换，由国内单一市场研究向国内市场与国际市场比较研究的方法转换，由线性方法向线性与非线性方法相结合转换，以合意解代替最优解），在此基础上，构建了中国资本市场效率的定性分析、定量分析和比较分析的实证研究体系。

六是以历史的眼光，从战略的高度提出中国资本市场应走效率型发展道路，阐述了效率型资本市场发展的战略目标和基本原则，讨论了多层次资本市场无缝对接等重要思路，提出了建设性建议，并明确了分阶段实施的时间表，以此推动和实现我国资本市场的可持续发展，提升我国资本市场的国际竞争力。

以上仅举数端，说明作者在研究资本市场效率的理论与实践问题上下了不一般的功夫，并形成了持之有效、颇有新意的独到见解。在此，希望周小全同志以此书——他本人学院生涯的收官之作，作为新的起点，为我国资本市场的理论研究继续做出贡献。

2008年9月7日



# 内容提要

本书综合运用现代资本市场理论、金融经济学、新制度经济学和可持续发展理论等现代经济学科中的理论观点和研究方法,从资本市场本质出发,构建了研究资本市场效率的紧密相连又互为补充的二元视角,即系统视角与资源视角。在此二元视角下系统构建了资本市场效率的理论与实证的完整体系,并运用上述理论与实证体系对中国案例进行了研究。

除第一章导论外,全书分为以下三个部分:

## 一、资本市场效率的理论分析

资本市场效率的理论由第二章~第七章组成。其中,第二章为资本市场效率的相关文献综述;第三章与第四章分别揭示与阐述了研究资本市场效率的两大视角——系统视角和资源视角;第五章为系统视角与资源视角下的理论分析;第六章与第七章分别深入研究资本市场的信息效率与配置效率。

鉴于资本市场效率研究属于金融基础理论研究的范畴,第二章资本市场效率及其相关研究的文献综述涉猎较广,除以资本市场与经济关系的文献为主外,还兼顾了较多相关文献,已有文献构成了资本市场效率研究的起点与理论渊源。

在文献综述的基础上,第三章与第四章的论述为下文的理论分析提供了分析视角的同时,也为资本市场效率研究奠定了方法论与理论基础。第三章首先提出 SFE(资本市场结构—功能—效率)框架的重要意义,接着探讨了 SFE 框架的构建,即从系统观、系统方法论、系统科学原理及复杂系统科学原理与方法等四个方面审视了 SFE 框架,最后理顺了 SFE 框架中三大资本市场要素的逻辑关系,提出了资本市场功能与效率研究的方法论与理论要点。第四章首先阐述了金融资源论,接着分析资本市场的



## 2 资本市场效率论



资源属性，包括契约性、虚拟性、脆弱性和生态性等四个方面，并对资本市场功能进行了再审视，最后从金融资源论的角度提出了资本市场效率研究的资源视角。第五章是资本市场效率的理论分析，首先从资本市场效率研究的二元视角推导出适应一次优—协调三个理论，接着对资本市场的局部均衡和动态非均衡进行了分析，并研究了资本市场与货币政策的有效性，最后研究了提高资本市场效率的方法和途径。第六章重点研究了资本市场信息效率，主要包括有效性假说理论、有效资本市场实证检验的方法与模型、投机行为与股市泡沫等内容。第七章重点研究了资本市场配置效率，主要包括资源配置的最优化（帕累托效率）、Arrow - Debreu 一般均衡框架、股票市场资源配置的价格机制、股票市场资源配置的过程、股票市场资源配置的有效性等内容。

### 二、资本市场效率的实证研究

理论分析为资本市场效率的实证研究奠定了坚实的理论基础。资本市场效率的实证研究是第八章的主要内容，包括实证思路和中国案例资本市场效率的实证研究。

第八章首先对国内学者对中国资本市场效率的实证研究进行了综述。国内学者主要集中在对中国证券市场弱式有效性的研究上，采用的检验模型均为随机游走模型，得出的结论亦有很大的差异，有人认为中国股票市场已达到了弱式有效，而有人则认为它是完全无效的。之所以会出现这种现象，主要是由于中国证券市场的历史较短，可供分析的样本不足，以及对市场有效性理论本身尚有待深入理解。在这种情况下，对中国资本市场效率进行实证研究还需要结合中国的实际情况。因此，中国资本市场效率实证研究应在新的方法论下展开，即应在系统分析与综合的新方法论体系下展开。正如前面分析所指出的，在系统与资源二元视角下，适应原理、次优理论、协调理论相互交织，在资本市场效率研究中，应将三个理论兼收并蓄，即由适应一次优—协调三个理论共同奠定资本市场效率研究的基础，由此形成资本市场效率实证方法的若干转换，即由单纯的有效性检验向多指标综合评价的方法转换，由定量研究向定量研究与定性研究相结合方法转换，由国内单一市场研究向国内市场与国际市场比较研究的方法转换，由线性方法向线性与非线性方法相结合转换，以合意解代替最优解。



为此，本章构建了中国资本市场效率的定性分析、定量分析和比较分析的实证研究体系。

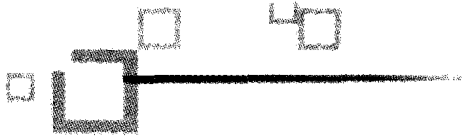
在定性分析部分，详细介绍了中国资本市场发展的三个阶段和各阶段的标志性事件；重点分析了近期资本市场重大改革举措的经济绩效，包括股权分置改革、积极推进多层次资本市场体系建设、上市公司治理、证券公司综合治理和发行制度改革、完善法律法规体系和打击违法违规行为；最后研究了资本市场发展的绩效评价，包括资本市场对经济和企业发展的影响、资本市场对金融体系改革的影响、资本市场对社会发展的影响。定性分析的结论是中国资本市场从无到有，效率日渐提高，目前已站在中国资本市场经济改革和发展的最前沿，对中国经济改革的其他方面提供了有益的借鉴。

在定量分析部分，首先对资本市场与国民经济之间的关系进行了实证分析，从宏观角度考察中国资本市场的效率问题，结果表明中国股票市场与经济增长之间的相关性还比较弱，甚至还对经济增长起到了一定的负面影响，说明股票市场对国民经济的作用还没有得到充分发挥；其次对资本市场的信息效率进行了定量分析，以上证综合指数为考察对象，分别采用时间序列相关性分析和游程检验来定量研究中国股票市场的信息效率，结果表明，从整体上看，中国股票市场运行具有随机性特征，达到了弱式有效股票市场；最后对资本市场的配置效率进行了实证分析，主要考察了股票市场的资源动员能力，结果表明中国股票市场的资源动员效率比较高，实现了传统计划经济体制下银行主导型融资制度向市场经济体制下证券市场融资制度的有力转换，基本建立起了社会主义市场经济融资制度框架。

在比较分析部分，主要选取了一些海外市场进行参照比较分析，包括美国、英国、德国、日本等成熟市场，韩国和印度等新兴市场，结果表明，中国资本市场效率在自身不断提高的同时，与成熟市场比较，效率仍有待提高。与海外成熟资本市场相比，以及与处于类似经济发展阶段的其他新兴市场国家相比，中国资本市场在许多方面仍然存在一定的差距，从市场的规模和结构到市场的效率和流动性，从上市公司的治理结构到证券、期货服务机构的管理水平，从交易所的竞争力到各种基础设施的效率，从法律法规的完备性到执法的有效性，都存在着严峻的挑战。

### 三、中国效率型资本市场的发展

在上文理论与实证研究的基础上，第九章提出了中国资本市场发展必须走效率型之路的初步构想，具体阐述了效率型资本市场发展的战略目标和基本原则、政策建议和战略措施，最后对 2020 年效率型资本市场发展的远景作了初步展望。



## *Content Abstract*

The article has adopted a comprehensive application of multiple theories, including Modern Capital Market Theory, Financial Economics, New Institutional Economics and Sustainable Development Theory, to study the efficiency of capital market. From the standpoint of the nature of capital market, the article attempts to construct a dual – view model, namely systemic view and resource – oriented view, to study on the efficiency of capital market and applies the model on several cases from China.

The core content mainly comprises the following 3 sections:

1. Theoretical analysis of the efficiency of capital market .

The first section carries through from Chapter 2 to Chapter 7, among which, Chapter 2 first reviews the existing research on efficiency of capital market; Chapter 3 and Chapter 4 respectively analyze the efficiency of capital market based on two separate and independent point – of – views, namely systemic view and resource – oriented view, whereas Chapter 5 integrates such two standpoints and constructs a dual – view analytical model; finally Chapter 6 and Chapter 7 apply the constructed model to study on the efficiency of capital market, specifically, Information Efficiency and Allocation Efficiency.

The study on the efficiency of capital market falls into the scope of basic research of finance, where vast amount of literatures can be reached. Accordingly, Chapter 2 performs a comprehensive review on existing literature pertinent to a board range of research purposes, primarily including the research on correlation between capital market and economy.

On the basis of existing research on efficiency of capital market, Chapter 3



and Chapter 4 respectively illuminates two independent angles to view the efficiency of capital market and jointly form a fundamental guiding principle for the following analyses. In Chapter 3, the author addresses the importance of SFE analytical framework (named as three elements of capital market: structure, function and efficiency) and examines the composition of the framework in four hierarchies, respectively Systemic View, Systemic Methodology, Principle of Systemic Science and Principle and Methodology of Complexity Systemic Science. Further, the author clarifies the logical relationship among the three elements of SFE framework and therefore raises the principles and methodology to study the efficiency of capital market. In Chapter 4, the author reviews the Financial Resource Theory and certain resource idiosyncrasies of capital market, including contractuality, factiousness, vulnerability as well as ecotype of capital market, and analyzes the function of the capital market. Based on the Financial Resource Theory, the author develops a resource - oriented view to study the efficiency of capital market. Consequently in Chapter 5, the author constructs an analytical model of dual - view, systemic view and resource - oriented view, and applies the model to derive 3 theories, Adaptation Theory, Suboptimum Theory and Consistency Theory. Based on the derived theories, the author studies on the local equilibrium and dynamic non - equilibrium of the capital market, analyzes the efficiency of the capital market and monetary policy, and brings forward the solution to improve the efficiency of capital market. In Chapter 6 and Chapter 7, the author applies the constructed dual - view model to analyze the Information Efficiency and Allocation Efficiency of capital market respectively. Core content of Chapter 6 includes Efficient Market Hypothesis, Empirical Study of Efficient Market, Speculation and Stock Market Bubble, whereas Chapter 7 mainly includes Pareto Efficiency, Arrow - Debreu General Equilibrium Model, Price Mechanism of Resource Allocation in Stock Market, Resource Allocation Process of Stock Market, as well as Resource Allocation Efficiency of Stock Market.

### 2. Empirical study on the efficiency of capital market.

Theoretical analysis lays the solid foundation for the empirical research on



the efficiency of capital market. Chapter 8 focuses on the empirical research of capital market efficiency, including illustration of empirical analytical framework and application of such framework on practical cases from China.

Chapter 8 starts from summarizing existing empirical studies on the efficiency of China's capital market conducted by domestic scholars, who previously relied on the Random Walk Model as testing model to examine the weak-form efficiency of China's stock market yet often led to divergent conclusions; some argue the China's stock market qualifies as weak-form efficient market, while others claim the stock market inefficient. Such divergences stem from several reasons, including relatively short history of China's stock market, inadequate sample size, as well as lack of in-depth understanding of Efficient Market Hypothesis. To counteract such unfavorable factors, the author proposes to apply a new method, namely an integrated application of the constructed dual-view model and three derived theories (Adaptation Theory, Suboptimum Theory and Consistency Theory), to conduct empirical analysis on China's capital market. Correspondingly, the author makes several key transformations on existing empirical model and builds up a revised analytical framework of qualitative, quantitative and comparative analysis on the efficiency of capital market in China. Such transformations mainly include switch from sole Market Efficiency Test to Multi-factor Evaluation; combination of quantitative analysis with qualitative analysis; expanding the research focus to comparative analysis of local market and overseas markets; integration of nonlinear and linear method; as well as replacing optimal solution with unanimous solution.

The qualitative section unfolds three development stages of China's capital market and describes the milestones in each of these stages. The section analyzes the economic effects of several major revolutionary measures towards China's capital market in near history, which include the recent promulgation of tightening measures in real estate, separation reform of stock market, reinforcement of administrative governance of listed companies and securities firms, as well as reform of stock issuance in China's capital market. Consequently, the section evaluates the effects of capital market development, including the effects on eco-

#### 4 资本市场效率论

conomic and corporate development, the effects on financial system reforms, and the effects on social development. Starting from scratch, China's capital market continues to grow and strengthen its operating efficiency. As a pioneer in China's economic reforms and development, China's capital market showcases a good example and provides valuable experiences for the country's economic reforms in other areas.

In the quantitative analysis section, the author first evaluates the efficiency of capital market from macroscopic views and conducts an empirical analysis on the relationship between China's capital market and national economy. The results demonstrates a low correlation between them, or even negative correlation under certain circumstances, which implies a low effect of stock market on national economic development. Nevertheless, in another empirical analysis of Information Efficiency of China's capital market, where Shanghai Composite Index is used as statistic sample and Time Series coupled with Runs Tests is applied as analytical method, China's capital market performs to qualify as weak - form efficient. At last, the author conducts an empirical analysis on the Allocation Efficiency of China's capital market and examines its resource mobilization capability. The results display high Allocation Efficiency in China's capital market, which represents a prevailing transformation from a bank - dominated financing system under Planned Economy to stock market financing system under Market Economy, and a continuous establishment of financing system of Socialist Market Economy.

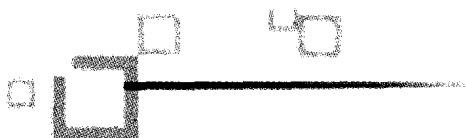
The comparative analysis section selects several overseas markets as comparables, including developed markets, such as US, UK, Germany and Japan, and emerging markets, such as Korea and India. Despite improved efficiency, there still exists a sizable gap between China's capital market and its peers in various perspectives, including market size, composition, efficiency and liquidity, corporate governance of listed companies and securities firms, competitiveness of stock exchange and operating efficiency of infrastructural facilities, as well as completeness of applicable laws and regulations and effectiveness of law enforcement.



**3. Suggestions on development of efficiency of China's capital market.**

From the standpoints of both historical development and long – term strategy, the article concludes a new efficiency – oriented approach to push forward the development of China's capital market. The article elaborates on the strategic objectives, basic principles, policy suggestions and practical measures of the new approach and further specifies the timeline of different phases on the development of China's capital market.





# 目 录

<b>第一章 导 论</b> .....	( 1 )
第一节 问题的提出.....	( 1 )
第二节 概念界定与研究方法.....	( 6 )
第三节 研究思路与技术路线.....	( 20 )
<b>第二章 资本市场效率研究的文献综述</b> .....	( 23 )
第一节 资本市场效率的内涵.....	( 23 )
第二节 信息效率研究文献回顾.....	( 25 )
第三节 配置效率研究文献回顾.....	( 32 )
第四节 配置效率与信息效率.....	( 37 )
<b>第三章 资本市场结构、功能与效率——资本市场效率的系统视角</b> .....	( 38 )
第一节 SFE 框架的提出.....	( 38 )
第二节 相关文献概览.....	( 39 )
第三节 系统观下的 SFE 框架 .....	( 56 )
<b>第四章 金融资源论与资本市场效率的资源视角</b> .....	( 62 )
第一节 金融资源论.....	( 62 )
第二节 金融资源论的阐发与资本市场效率研究的资源视角 .....	( 63 )