

中国股市中信息 与国内外投资者

ZHONGGUO GUSHIZHONG
XINXI YU
GUONEIWAI TOUZIZHE

朴哲范 著



中国财政经济出版社

中国股市中信息与 国内外投资者

朴哲范 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国股市中信息与国内外投资者/朴哲范著. —北京: 中国财政经济出版社, 2005.1

ISBN 7-5005-7821-0

I. 中… II. 朴… III. 股票-证券交易-经济信息-分析-中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 133931 号

中国财政经济出版社出版

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

E-mail: ckfz @ cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

涿州市新华印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

850 × 1168 毫米 32 开 6.375 印张 150 000 字

2004 年 12 月第 1 版 2004 年 12 月涿州第 1 次印刷

印数: 1-1 000 定价: 12.00 元

ISBN 7-5005-7821-0 / F·6869

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

浙江财经学院学术专著
出版资金资助

(2004 年度)

内 容 摘 要

长期以来，由于对资本市场效率性和证券市场开放缺乏深入研究，尤其是对经济转型时期的中国市场缺乏梳理、解读、评判与归纳，对证券市场效率性和开放问题的评价停留在感觉层面。本书以同时发行 A 股与 B 股的企业为样本，试图利用 Granger 因果关系检验、“事件研究法（event study method）”、交叉自相关（Cross - Autocorrelation）分析和多变量模型分析等方法，对我国证券市场的有效性、投资者对上市公司财务信息的敏感性、国内外投资者对信息的反映程度进行分析，以揭示我国证券市场是否“市场分离（market segmentation）”、“政策市场”和市场有效性。

作为新型股市的中国证券市场与其他国家和地区的股市相比，最大区别是“市场分离（market segmentation）”和“政策市场”。具体特征如下：①设立市场之初，人们出于维护社会主义公有制基础，防止私有化的发展，而保持公有制的主体地位，维护国有股权的控股地位。②一国有两个证券交易所，即上海证券交易所和深圳证券交易所。③因大部分上市公司是国有企业，股权中相当部分是“非流通股”。④为确保国有企业的优先权融资权，并防范外资对证券市场冲击引起的金融风险，人为地将市场分割为 A、B 股市场，而 B 股又按不同货币在不同的市场进行交易。随着 A 股市场的发展，B 股市场原有的市场功能和定位已逐步丧失。⑤如果市场有效，一个上市公司发行的 A、B 股趋势应

向同一个方向发展，可很多股票趋势违背了这一规律。

本书主要从“市场分离”、“政策股市”和“非流通股”等角度，对国内外投资者进行股票交易时，依靠的信息因素进行对比分析，剖析中国股市中，现存的问题和国内外投资者对信息的特征。

本书对中国股市中国内外投资者对信息反映等问题进行研究主要结论如下：

1. 在对沪市和深市的 A、B 股分析中，笔者发现：(1) A 与 B 股指数同一方向变动说明，它们受到共同信息的影响。(2) 交易量与价格有密切关系。价格上升交易量也增加，价格下跌交易量也减少。(3) 沪市和深市的 A、B 股指数的收盘价与收益率的分布是非正态分布。(4) 沪市和深市的 A、B 股指数的收益率不存在回归自相关。

2. granger 因果关系检验方法对国内外投资者价格（收益率）先导性研究中，得出如下结论：(1) 沪市中，A 股和 B 股间，存在着价格（收益率）先导性。往往 B 股价（收益率）引导 A 股价（收益率）。(2) 深市中，A 股和 B 股间，不存在着价格（收益率）先导性。(3) 在资本市场，尤其是中国这样不成熟、不规范的资本市场中，存在着较浓厚的投机色彩，价值规律无法充分体现。

3. B 股累计超常收益率 (CAAR) 和财务信息反映的研究中，得出如下结论：沪市和深市中，A、B 股的超常收益率 (CAR) 对财务信息的反应不明显（只有股东权益收益率在 10% 统计水平上显著）。造成以上结果的原因可能有以下几点：第一，上市公司财务信息质量不高；第二，国内外投资者不关心或持怀疑财务信息；第三，影响股票价格的因素，很可能是市场的信息；第四，股票交易市场秩序不佳，存在利用会计信息炒作股价

的现象，投资者无法从理性操作中获利。

4. 运用交叉自相关系数 (Cross - Autocorrelation) 和多变量分析方法对市场信息与国内外投资者的研究中，得出如下结论：(1) 影响相对信息优势的因素包括政策、区域、收益率方差比率、平均价格比率、成交频率和国有股比率等。但时期（前期和后期）、区域（沪市和深市）的不同影响因素有很大差异。(2) 企业规模和成交回转比率越大，国外投资者信息优势越大于国内投资者。(3) 沪市的后期（1999—2001 年）因变量只有成交回转比率相关。只有成交回转比率对 A 股价格引导 B 股价格起作用。

我国加入 WTO 后，资本市场进一步开放，本文通过将实证分析与规范分析相结合来解释和分析国内外投资者行为及其与各种信息之间关系，希望能够对今后研究我国股市中投资者行为提供一定的参考价值。

目 录

第一章 导言	(1)
第二章 相关理论	(7)
第一节 资本市场理论	(7)
第二节 股票市场信息	(12)
第三节 信息披露制度比较	(17)
第四节 资本市场开放	(22)
第五节 证券市场国际化	(25)
第三章 中国股市的概述	(31)
第一节 中国股市的回顾	(31)
第二节 中国股票市场的特征	(35)
第三节 A、B 股	(50)
第四章 国内外投资者间收益率先导性	(72)
第一节 样本选取与数据来源	(72)
第二节 收益率先导性模型	(74)
第三节 A 股与 B 股收益率先导性	(79)
第五章 财务信息的市场反应	(86)

第一节	信息披露方面文献综述·····	(86)
第二节	A、B 股的 CAR 和 CCAR ·····	(89)
第三节	CAR 与财务信息 ·····	(105)
第六章	对市场信息的相对优势性·····	(117)
第一节	中国 A、B 股相关研究 ·····	(117)
第二节	交叉自相关 (Cross - Autocorrelation) ·····	(119)
第三节	多变量分析·····	(124)
第四节	多变量模型分析结果·····	(133)
第七章	结论·····	(151)
附录 1	实证研究中选定的样本企业 (沪市) ·····	(155)
附录 2	实证研究中选定的样本企业 (深市) ·····	(156)
附录 3	沪市 A、B 股间收益率先导结果 ·····	(157)
附录 4	沪市 B、A 股间收益率先导结果 ·····	(164)
附录 5	深市 A、B 股间收益率先导结果 ·····	(171)
附录 6	深市 B、A 股间收益率先导结果 ·····	(177)
附录 7	沪市样本企业交叉相关结果 ·····	(183)
附录 8	深市样本企业交叉相关结果 ·····	(186)
参考文献	·····	(188)
后 记	·····	(193)

第一章 导 言

一、研究背景

自 1978 年我国实施改革开放以来，市场经济体系发展迅猛，而最引人注目的是资本市场的迅速发展，它已成为我国经济资源分配的重要渠道，其影响涉及国有企业的改革与重组、公司化，金融业的市场化、公众投资者的迅速扩张，甚至于国家的宏观经济调控。但同时，与发达市场经济国家和一般的发展中国家不同，我国资本市场是在的体制改革和经济发展两大历史背景下产生和发展起来，因而承担着双重的历史责任：一方面，作为整个金融体系的一个组成部分，它承担着完善金融体系、推动产业结构调整、为经济发展提供资金支持、同时保持宏观经济稳定的重任；另一方面，作为促进经济体制转型的重要机制，资本市场承担着为这一历史性的体制转型提供制度供给的历史责任，诸如促进国有企业改革、推动企业产权制度多元化、完善公司治理结构、改革投融资体制等等，都以资本市场的发展为必要条件。

我国的国资本市场尤其是股票市场经过十多年的发展，已成为企业尤其是国有企业转换机制、筹措资金的重要场所。

到 2004 年上半年，沪深证券交易所已有上市公司 1384 多家，其中 1200 多家是国有控股的上市公司，总股本 5835 多亿股，投资者开户达到 7000 多万户，股票流通市值 1900 多亿元人

民币，股票总市值超过 39165.3 亿元，占国民生产总值的 44.7%。1991—2003 年，累计股票发行融资总额为 8000 多亿元，其中，A 股发行和配股融资 6404.79 亿元，B 股发行及配股融资 100 多亿美元，发行可转换债券 47 亿元。2003 年末，基金资产近 817 亿元。

然而，处于转换时期的新兴证券市场存在的各种低效率现象极大地影响了证券市场的创造投资工具功能、筹资功能、规避和分散风险功能、优化资源配置功能和提供政府实施宏观调控政策依托功能的发挥，如资本获取权的自主权问题，资本市场封闭运行，缺乏均衡发展和有序竞争的金融市场结构与风险防范机制，上市公司治理结构不规范导致的经营绩效低下，投资者和中介机构严重的非理性行为引起的市场泡沫与风险，企业信用匮乏、预算软约束导致的股权式融资偏好，资本市场的结构非均衡引起的不同股权间的流动性差异，以及市场监管部门不适当的行政性干预等都不同程度地损害了资本市场的效率水平等等。

2002 年可以说是沪、深证券市场的开放年，在 2001 年底中国正式加入世贸组织后，资本市场的开放速度明显加快。根据入世议定书的要求，管理部门出台和修改了相关法规政策，包括向境外证券机构开放基金管理业务、证券承销业务、投资 A 股的 QFII 制度、向外商转让上市公司国有股和法人股以及引进外资改组国有企业等等，使得加大加快资本市场开放成为 2002 年中国资本市场的一个非常重要的内容和特色。但作为新型股市的中国证券市场与其他国家和地区的股市相比，最大区别点是“市场分离（market segmentation）”和“政策市场”。具体特征如下：①设立市场之初，人们出于维护社会主义公有制基础，防止私有化的发展，而保持公有制的主体地位，维护国有股权的控股地位。②一国有两个证券交易所，即上海和深圳。③因大部分上市

公司是国有企业，股权中相当部分是“非流通股”。④为确保国有企业的优先权融资权，并防范外资对证券市场冲击引起的金融风险，人为地将市场分割为 A、B 股市场，而 B 股又按不同货币在不同的市场进行交易。随着 A 股市场的发展，B 股市场原有的市场功能和定位已逐步丧失。⑤如果市场有效的话，一个上市公司发行的 A、B 股的价格与收益率应同一个方向发展，可很多股票趋势违背了这一规律。

长期以来，由于对资本市场效率性和证券市场开放缺乏深入研究，尤其是对经济转型时期的中国市场缺乏梳理、解读、评判与归纳，对证券市场效率性、投资者对信息的敏感性和股市开放问题等问题上缺乏深层次的研究。

本书以同时发行 A 股与 B 股的企业为样本，试图利用 Granger 因果关系检验、“事件研究法 (event study method)”、交叉自相关 (Cross - Autocorrelation) 分析和多变量模型分析等方法，对我国证券市场的有效性、投资者对上市公司财务信息的敏感性、国内外投资者之间对同一个信息的反映程度进行分析，以揭示我国证券市场是否“市场分离 (market segmentation)”、“政策市场”和市场有效性等问题。

二、研究问题

本书对国内外投资者与信息的研究主要是沿着如下结构 (图 1-1) 进行的。首先，对中国股市的定位。包括“市场分离”、“政策股市”和市场有效性等方面现存的问题和原因。然后，以此为基础用实证方法研究了国内外投资者与信息之间的问题，同时，剖析了中国股票市场上现存的问题。本书共七章。

第一章介绍了选题的依据和背景，界定了研究范围，并介绍了研究方法和主要创新之处。

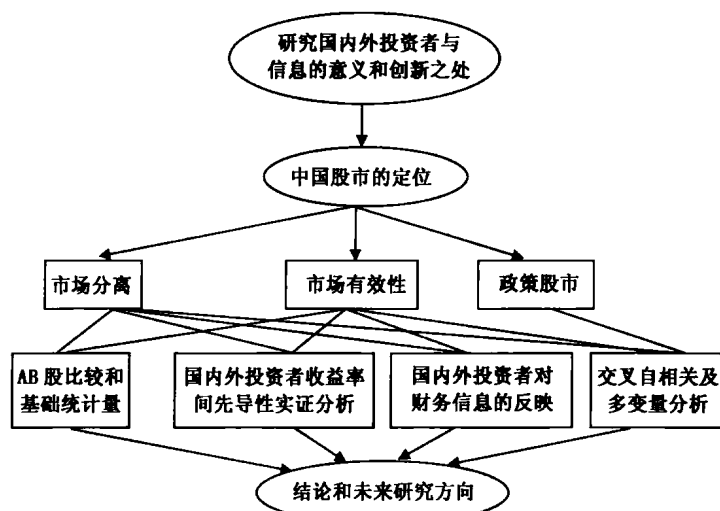


图 1-1 研究结构

第二章简述了相关理论。首先，资本市场理论中，重点介绍了效率市场假设（EMH: efficient market hypothesis）和有效市场特征等问题；其次，分析了我国信息披露制度的优点和存在的问题；再次，分析了我国证券市场国际化过程中一些存在的问题和解决的问题。

第三章对中国股市的概述中，首先对中国股市的回顾里，分析了中国股市现存的问题，这些问题主要有经济政策问题、市场功能方面、市场结构不合理、法规方面和监管问题等。随后发达国家证券市场机制与中国国情相结合，提出了解决方案。其次，分析了沪市和深市 A、B 股的股价分布特征和价格趋势等问题。

第四章通过 Granger 因果关系检验对沪深股市中 A 股与 B 股收益率之间先导性进行相关性分析和实证检验。并分析国内外投资者间价格（收益率）先导性。

第五章以“事件研究法（event study method）”为基础，A

股和 B 股对财务信息敏感性问题进行了实证检验。并分析了财务信息中哪些指标是影响 A 股和 B 股的因素。

第六章是 A、B 股间交叉自相关 (Cross - Autocorrelation) 分析为基础, 重点分析了影响 A、B 股收益率的因素和对这些因素反映程度和敏感程度等问题来, 解释和分析了我国股市中国内外投资者与信息之间的问题。

第七章为结论部分。包括主要研究结论、研究的局限性和未来的研究方向。

三、研究方法

1. 规范分析^①与实证分析^②相结合。在研究方法上, 本书把传统的规范分析 (normative analysis) 和当前流行的实证分析 (positive analysis) 结合起来, 配以比较方法, 研究中国股市 (沪市、深市) 的国内投资者 (A 股) 与国外投资者 (B 股) 间, 决定投资行为的信息因素和对信息的相对敏感性问题。

2. 比较分析法。通过比较分析揭示一些问题的根源是非常有效的一种方法。如本书中对以下对象进行了对比分析: 沪市和深市的前期和后期分析, A 与 B 股间自变量, 沪市与深市间的对比分析, 境内投资者与境外投资者间信息敏感分析, 以此说明中国股市的信息特征和投资者们信息敏感程度。

3. 定性分析与定量分析相结合。通过第五章、第六章和第

① 规范分析 (normative analysis) 是强调经济理论要客观描述事实。它没有客观性, 所得出的结论要受到不同价值观的影响。

② 实证分析 (positive analysis) 对现实经济运行结果不进行主观的价值判断, 仅以经济行为的效率或效益作为判断标准。

实证分析和规范分析两者并不是绝对互相排斥的。规范分析要以实证分析为基础; 而实证分析也离不开规范分析的指导。一般来说, 越是具体的问题, 实证分析的成分越多; 而越是高层次、带有决策性的问题, 越具有规范性。

七章中大量的定量分析，将定性分析与定量分析有机结合，使论证充分透彻。

四、创新之处

本书借鉴前人研究成果，对中国股市的“政策股市”和“市场分离”特征中，国内外投资者们进行交易时，主要依赖的信息和相互之间对信息敏感的分析来，说明中国股市的效率性和投资者行为特点上取得了一定进展，这些进展主要包括以下几个方面：

首先，从理论和实证两个方面论证了国内外投资者在中国股市中，主要依赖的信息种类与 A 股和 B 股的主要市场特征。

其次，在系统回顾与评述资本有效市场理论和中国股市后，结合中国股市实际情况，对“市场分离”和“政策股市”进行了深入的实证研究。

再次，通过 Granger 因果关系检验、“事件研究法 (event study method)”、交叉自相关 (Cross - Autocorrelation) 分析和多变量等实证研究，检验了 A、B 股与各类信息之间的关系和敏感性，解释和分析了影响国内外投资者行为的信息和对这些信息的敏感性问题。

由于笔者才疏学浅，加之中国资本市场发展时间不长和数据体系不健全，全面分析境内外投资者对信息的敏感因素还有一定难度，而且很多模型尚需在中国资本市场中进一步得到验证，多变量分析中，自变量的确定也待进一步得到论证。

第二章 相关理论

第一节 资本市场理论

一、效率市场假设 (EMH: efficient market hypothesis)

关于效率市场假设的许多研究是在随意事件假设 (random walk hypothesis) 的基础上进行的。代表性的论文是 1970 年美国教授法玛的 “Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work”。该篇论文承认资本市场重要性的同时, 强调了资本市场的配置效率。有效资本市场的理论倡导者克拉克·弗兰西斯 (Jack Clark Francis) 指出: 因为资本市场上各种证券的价格能充分反映所有可能获得的信息, 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。” 效率市场的核心是, 在任何时点上, 可获得的信息都被注入价格之中, 证券价格也就成为证券内在价值 (真实价值) 的最适评估, 成为各类相关信息通过市场经济归纳后的结果。有效率证券价格的 “建立” 解决了投资者处理各类信息面临的难题, 同时也简化了整个投资决策过程。这里可获得的有关信息就成为价格能否作为正确信号的决定因素了。按照可获得信息的分类不同, 他们将有效率的资本市场细分为三种类型 (图 2-1)。

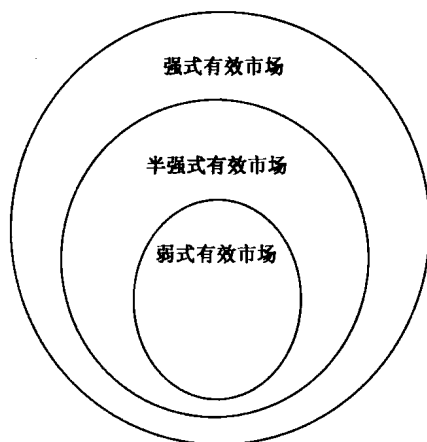


图 2-1 有效市场分类

1. 弱式有效市场 (weak-form EMH)

在该市场中，证券的现行价格所充分反映的是过去价格和过去收益的一切信息。因为价格的时间走势表现为一种随机游走过程，所以，在某一时刻上，价格便被看作整个价格运动轨迹上的一个质点。如果设时刻 $t=0$ ，这一质点处于初始位置 a ，尔后每隔一单位时间 ($t=1, 2, \dots, n$)，质点总会受到一个外力的随机作用使位置 (a) 发生变化，那么质点的换位移动必定以概率形式出现在新的位置上。这一系列联系中，投资者最关心的最后时刻的价格，因为这会影响其报酬，所以是投资成败的关键。若所有的投资者在推断最后时刻的价格位置时，都运用历史价格数据，那么现行的价格所充分反映的便是过去价格和收益的一切信息。

2. 半强式有效市场 (semi-strong form EMH)

在该市场中，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，如公司