



山西大学建校 110 周年学术文库

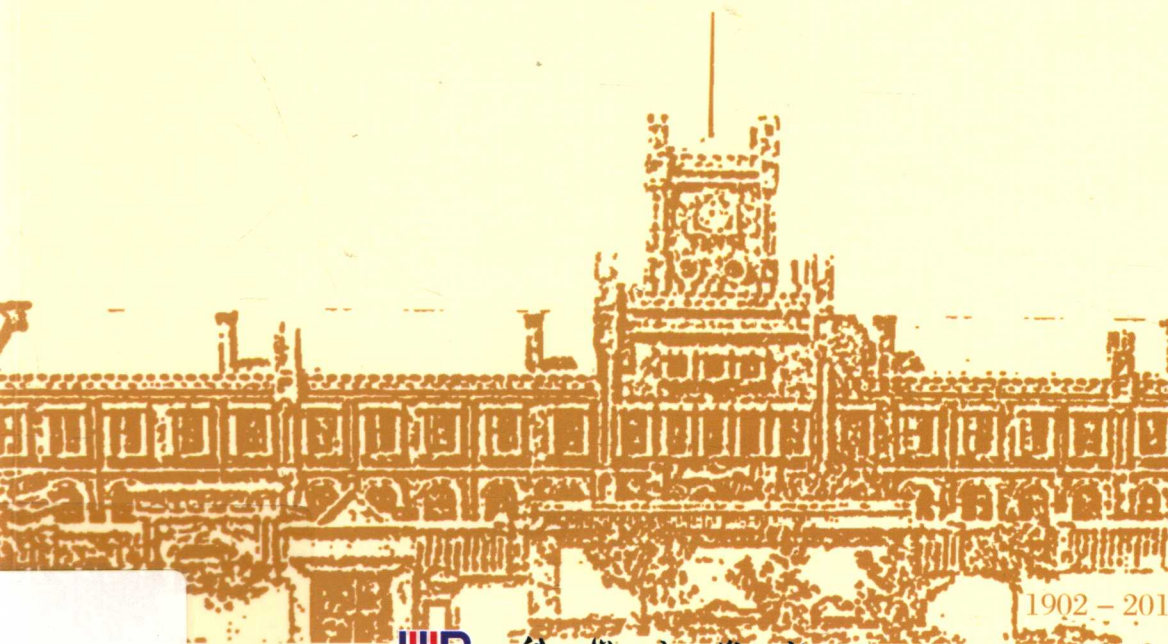
中国资本市场效率研究

——判别原理、方法与改进途径

Research on Capital Market Efficiency in China

——Discriminant Principle, Methodology and Ways for Improvements

张信东 史金凤 著



1902 - 2012



科学出版社

教育部新世纪优秀人才支持计划 (NCET-09-0869)

山西大学建校 110 周年学术文库

中国资本市场效率研究

——判别原理、方法与改进途径

Research on Capital Market Efficiency in China

——Discriminant Principle, Methodology and Ways for Improvements

张信东 史金凤 著

科学出版社

北 京

内 容 简 介

本书从信息效率和配置效率两个视角,深层次分析了资本市场效率的内涵和外延。本书较为系统完整地梳理了资本市场信息效率的判别原理、方法和相关研究成果,在综合已有判别方法优劣和适用性条件的基础上,探寻适合中国资本市场效率判别的有效方法,并基于相同区间的数据样本,实证检验了中国资本市场的效率水平。同时,本书还从实体经济与虚拟经济的联动性出发,提出了基于二者指标变动的一致性程度来衡量资本市场配置效率的新思路和新方法。最后,从制度、政策等宏观层面及上市公司 R&D 投入等微观层面,探究了提升资本市场效率的有效途径。

本书可作为金融、经济、会计、统计等相关专业本科生和研究生的参考书,也可作为证券、基金等领域的专业人士提供参考。

图书在版编目(CIP)数据

中国资本市场效率研究——判别原理、方法与改进途径/张信东,史金凤著. —北京:科学出版社,2013

(山西大学建校 110 周年学术文库)

ISBN 978-7-037933-7

I. ①中… II. ①张… ②史… III. ①资本市场-经济效率-研究-中国
IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 134231 号

责任编辑:石 卉 程 凤/责任校对:韩 杨

责任印制:赵德静/封面设计:无极书装

编辑部电话:010-64035853

E-mail: houjunlin@mail. sciencep. com

科学出版社出版

北京东黄城根北街 16 号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

骏立印刷厂印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2013 年 8 月第 一 版 开本: B5 (720×1000)

2013 年 8 月第一次印刷 印张: 13

字数: 249 600

定价: 58.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

总 序

2012年5月8日，山西大学将迎来110年校庆。为了隆重纪念母校110年华诞，系统展现近年来山西大学创造的优秀学术成果，我们决定出版这套《山西大学建校110周年学术文库》。

山西大学诞生于“三千年未有之变局”的晚清时代，在“西学东渐，革故鼎新”中应运而生，开创了近代山西乃至中国高等教育的先河。百年沧桑，历史巨变，山西大学始终与时代同呼吸，与祖国共命运，进行了可歌可泣的学术实践，创造了令人瞩目的办学业绩。百年校庆以来，学校顺应高等教育发展潮流，以科学的发展理念引领改革创新，实现了新的跨越和腾飞，逐步成长为一所学科门类齐全、科研实力雄厚的具有地方示范作用的研究型大学，谱写了兴学育人的崭新篇章，赢得社会各界的广泛赞誉。

大学因学术而兴，因文化而繁荣。山西大学素有“中西会通”的文化传统，始终流淌着“求真至善”的学术血脉。不论是草创之初的中西两斋，还是新时期的多学科并行交融，无不展现着山大人特有的文化风格和学术气派。今天，我们出版这套丛书，正是传承山大百年文脉，弘扬不朽学术精神的身体力行之举。

《山西大学建校110周年学术文库》的编撰由科技处、社科处组织，将我校近10年来的优秀科研成果辑以成书，予以出版。我们相信，《山西大学建校110周年学术文库》对于继承与发扬山西大学学术精神，对于深化相关学科领域的研究，对于促进山西高校的学术繁荣，必将起到积极的推动作用。

谨以此丛书献给历经岁月沧桑，培育桃李芬芳的山大母校，祝愿母校在新的征程中继往开来，永续鸿猷。



二〇一一年十一月十日

前 言

2007年，美国次贷危机演变成全球金融海啸进而引发经济衰退，严重影响居民消费，导致经济下滑，引起业界与学界对金融危机的深度反思，各国政府积极采取应对措施，欧洲中央银行（欧洲央行）、美国联邦储备委员会（美联储）、澳大利亚储备银行（澳联储）等多次向金融系统大规模注资，以期将经济拉回到新的平稳常态中。当人们认为危机开始缓和，经济复苏的曙光近在眼前，各国在新常态中重新寻找自己的定位时，接踵而至的欧洲主权债务危机再次把世界拖到衰退的边缘，不仅累及全球股市下跌，还使全球实体经济下滑，多家企业倒闭。

全球性金融危机的爆发给世界经济带来沉重打击的同时，也撼动了现代金融理论的基石——“有效市场假说”（efficient market hypothesis, EMH），引发了一系列对“有效市场假说”的批评，认为“有效市场假说”对资产泡沫负有责任、对投资者的判断失误负有责任、对监管失误负有责任。同时，资本市场信息效率的判断结论——“已经基本达到有效”也受到了质疑，雷曼兄弟和其他大型金融机构的崩溃是资本市场无效的证据，有效的资本市场应该能够吸收并消化这种倒闭的诱因，进行调整，进而规避这个灾难。甚至，有人认为“有效市场假说”是此次危机爆发的重要原因。然而，捍卫者们仍坚信“有效市场假说”的合理性，坚持“有效市场假说”下“市场价格反映了所有的信息”，“没有无风险的套利机会存在”等观点，反驳“有效市场假说”对危机发生应负有责任的说法。如果说“有效市场假说”真的是危机的根源，那么“有效市场假说”提出之前，世界上大大小小的危机又该怪罪到谁的身上呢？如今，关于“有效市场假说”这一古老话题的争论愈演愈烈。

福克斯（Fox）在《理性预期的神话》（*The Myth of the Rational Market, a History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street*）中提到，行为金融学派代表人物席勒（Shiller）用词非常严厉地否定了“有效市场假说”，认为“有效市场假说”是经济学观点中最主要的错误之一。美国著名价值型投资专家格兰森（Grantham）认为“有效市场假说”对这次危机有或多或少的直接责任。2008年诺贝尔经济学奖得主克鲁格曼（Krugman）也赞成这一观点，认为“有效市场假说”使一些经济学家忽视了金融泡沫的出现，并在通货膨胀泡沫中也有着不可推卸的责任，他认为“有效市场假说”的信念蒙蔽了大多数经济学家的眼睛，让他们忽视了历史上最大金融泡沫的出现，而且“有效市场假说”在该泡沫的膨胀中

起到了非常重要的作用。

另一些学者则坚持在这些否定的声音中为“有效市场假说”辩护，指出了批判者们对“有效市场假说”的理解与其真实含义的偏差，提出了关于“有效市场假说”与金融危机关系的不同看法。全世界金融研究论文引用率最高的经济学家之一、“有效市场假说”之父法玛（Fama）十分肯定有效市场理论的正确性与重要性，认为有效市场理论在2007~2008年的经济衰退中表现很好，市场价格在市场参与者对衰退有所意识之前已经下降，这正是市场有效的证据。此外，法玛用福克斯的《理性预期的神话》中的原文反驳了他的批评，指出福克斯提到的“被动投资是所有投资者的最好选择”意味着市场为投资者提供了好的投资环境，市场是有效的。如果投资者或银行能够更多地考虑市场有效性，则不会出现如此大的问题。美国经济顾问委员会（Council of Economic Advisors）委员、《漫步华尔街》的作者麦基尔（Malkiel）支持法玛的观点，认为此次金融危机的爆发不是因为“有效市场假说”的存在，而是起因于对其的误解，对“有效市场假说”的忽视才是引起危机的原因，并解释了对“有效市场假说”的忽视如何能够引起金融危机。他将此次全球性金融危机的爆发归因于人们的过度自信，人们认为市场已经达到了有效，而忽视了市场有效的判别与检验。同时指出，现有的对“有效市场假说”的批评针对一个过于局限的“有效市场假说”含义，即“有效市场假说”意味着价格永远是正确的，有效的市场上不存在泡沫。他认为市场有效并不意味着市场上的资产价格永远正确，资产价格一直是错误的，随着新信息的到来而不断调整，但没有人知道错误的类型是价格过高还是价格过低，“有效市场假说”也不意味着市场中不存在泡沫，不否定宏观环境的影响。他的观点是：在有效的市场中，不存在不承担风险的套利机会，即使存在也不能够持续，“有效市场假说”可以与行为金融理论和平共存。

简言之，全球金融危机的爆发扣动了对准“有效市场假说”的扳机，一瞬间涌现出许多严厉的批评，认为“有效市场假说”应为此次金融危机承担责任，甚至更有激进的观点认为“有效市场假说”本身就是错误。“有效市场假说”的拥护者们则掀起了新一轮捍卫的高潮。学者们的争论将“有效市场假说”的研究再次推到了风口浪尖上，资本市场的效率到底如何依然是学者们关注和亟待解决的问题。因而，在危机四伏的今天，还需重新审视资本市场的效率，以确保金融的稳定安全与经济的平稳、较快发展。正如次贷危机引发的全球性金融危机，如果市场参与者能够真正重视市场的效率，这次危机也许会避免。次贷危机开始前，人们对新的金融产品不了解、盲目跟风，致使金融资产价格过度上涨，关于新产品风险的信息被忽略，未能充分反映到价格中，市场处于效率水平较低的状态，而人们仍旧认为市场的效率很高，从而造成风险的进一步扩大，最终导致次贷危机。

如果市场效率的判别和检验得到了足够的重视，那么这次代价也许不会这么惨重。

世界承受了金融危机的冲击，中国资本市场也未能幸免，经历了危机洗礼后的中国资本市场运行状态究竟如何，资本市场效率是否受到了损伤？这仍是决策层和学者们共同关注的焦点。我们多年来跟踪研究我国金融市场效率问题、中国上市公司投融资问题，重点关注了我国资本市场信息效率和配置效率的内涵、效率甄别及效率提升途径，特别是对效率甄别方法在我国资本市场的适用性，对在实证研究结论方面存在的不同观点和有争议的问题，进行了较为深入和系统的研究。我们一直跟踪国际国内资本市场动态、金融会计领域的学术研究前沿，在夯实研究基础的同时，发挥我们统计运用的优势，有深度及有方法特色地探究和解析了中国资本市场特征，致力于资本市场效率的定性与定量分析，以及效率甄别的适用性方法研究。在资本市场信息效率研究中突出对传统信息效率的成果梳理，现有实证方法的优劣对比分析，适用于中国资本市场的判别方法的探索；在资本市场配置效率研究中突出效率评价新思路的开辟，通过实体经济与虚拟经济的联动性探索效率评价的新视角。在合理识别我国资本市场效率特征的基础上，关注上市公司质量提升的市场表现，寻求提升资本市场效率的有效途径，为现代金融理论和实践的发展提供科学依据和决策支撑，多年来在该领域的持续研究工作形成了一系列的学术成果，并将其发表在《中国工业经济》、《南开管理评论》、《会计研究》、《中国软科学》、《研究与发展管理》等国家自然科学基金委员会认定期刊和 CSSCI 期刊上。期间，我们也承担或完成了多项省部级研究课题，如教育部新世纪优秀人才支持计划“企业投融资行为与资本市场效率”（NCET-09-0869），教育部人文社会科学研究项目“我国新型资本市场的效率特征及有效性判别方法研究”（06JA630035）和“储蓄分流与金融效率”（07JA630027），山西省高等学校优秀青年学术带头人项目“金融效率与国有银行改革（0805214）”等。基于团队成员多年来在资本市场效率和上市公司投融资方面的研究积累，对国际国内资本市场起伏动荡所形成的连续思考，以及近期研究工作所得到的一些结论，我们构架了以资本市场信息效率和配置效率为主线，以效率判别原理和判别方法的诠释和甄别为核心，以探寻市场效率改进和提升方法为目标的表达框架，将近年来的学术研究工作积累、心得体会和相关成果汇集成册，选择在 2008 年世界金融危机、欧债危机依然蔓延，亟待推出有效救助措施、摆脱困境的历史时期，借母校——山西大学建校 110 周年校庆的契机，呈献给读者。

目 录

i	▶ 总序	
iii	▶ 前言	
1	▶ 第一章 中国资本市场效率及效率研究	
	第一节 资本市场特征及效率研究	2
	第二节 资本市场的效率内涵	8
	第三节 中国资本市场效率研究的特点	13
17	▶ 第二章 资本市场信息效率理论、模型与判别方法	
	第一节 资本市场信息效率理论沿革	18
	第二节 资本市场信息效率检验含义	20
	第三节 资本市场信息效率判别方法	22
	第四节 资本市场信息效率检验成果	32
	第五节 有效性的挑战与应对	42
	第六节 市场有效性检验方法的适用性分析	49
52	▶ 第三章 中国资本市场信息效率判别	
	第一节 中国资本市场信息效率判别研究成果一览	52
	第二节 中国资本市场弱式效率判别	63
	第三节 中国资本市场半强式效率判别	75
	第四节 中国资本市场信息效率研究展望	83

85	► 第四章 资本市场配置效率及判别	
	第一节 资本市场配置效率判别方法与原理	85
	第二节 资本市场配置效率研究设计	98
	第三节 实证结果与分析	106
	第四节 小结	118
120	► 第五章 中国资本市场信息效率的提升	
	第一节 股权分置改革与资本市场效率	121
	第二节 货币政策调整与资本市场效率	130
	第三节 财政政策调整与资本市场效率	143
	第四节 小结	151
153	► 第六章 上市公司质量改进与资本市场效率	
	第一节 R&D 企业的界定和 R&D 投资特性	154
	第二节 R&D 的价值相关性及研究回顾	155
	第三节 R&D 投入与公司成长性	158
	第四节 R&D 投入与公司价值	166
	第五节 小结	177
179	► 参考文献	
194	► 后记	

第一章 中国资本市场效率及效率研究

中国资本市场是在特殊的历史背景和制度环境下产生和成长起来的。资本市场从无到有,在曲折中不断发展壮大,从1991年建市到2011年年底的20年,沪深股市总市值占当年国内生产总值(GDP)的比例(表1-1)已经日益彰显其在国民经济和社会服务当中的地位和重要性。资本市场已成为企业直接融资的主要渠道之一,也是企业在成长过程中追求的目标之一,上市促进了企业的快速发展,也带动了国家经济的持续增长。因此,资本市场的健康稳定发展一直是政府决策层和学界关注和致力解决的问题,而效率问题则是资本市场研究的核心问题之一。

表 1-1 股票市场基本情况

年份	境内上市公司数(A、B股)/家	股票市价总值/亿元	GDP/亿元	占 GDP 比例/%
1992	53	1 048	26 937.28	3.89
1993	183	3 531	35 260.02	10.01
1994	291	3 691	48 108.46	7.67
1995	323	3 474	59 810.53	5.81
1996	530	9 842	70 142.49	14.03
1997	745	17 529	78 060.84	22.46
1998	851	19 506	83 024.28	23.49
1999	949	26 471	88 479.15	29.92
2000	1 088	48 091	98 000.45	49.07
2001	1 160	43 522	108 068.22	40.27
2002	1 224	38 329	119 095.69	32.18
2003	1 287	42 458	135 173.98	31.41
2004	1 377	37 056	159 586.75	23.22
2005	1 381	32 430	185 808.56	17.45
2006	1 434	89 404	217 522.67	41.10
2007	1 550	327 141	267 763.66	122.18
2008	1 625	121 366	316 228.82	38.38
2009	1 718	243 939	343 464.69	71.02
2010	2 063	265 400	397 960.71	66.69

资料来源:中宏数据库

资本市场的效率如何刻画?从学界角度,市场效率重在通过证券价格自身的市场反应程度来描述。因此,学界期望通过研究引导证券价格在“看不见的手”

的市场机制作用下真正回归证券本身的内在价值，期望从影响证券价格的因素入手来探寻改善资本市场资源配置效率的根源。从政府决策层角度，市场效率重在发挥“看得见的手”的作用，期望通过政府制定政策和监管，引导市场参与主体的资金流向和资金流量，从而达到资本市场配置的高效率或使现有配置状况得到根本改善。结合当前中国新型资本市场的特点，继续学界的相关研究工作，对已有工作成果进行梳理和再认识，重新审视资本市场效率特征，实证检验中国资本市场的效率水平，深层次分析国家宏观层面政策、法规、制度的制定实施与上市公司微观层面质素的提高对资本市场资金配置效率改善与提升的作用与效果，基于实体经济与虚拟经济的联动性探究资本市场有效性检验的适宜方法。对这些问题的探索与研究，有助于我国资本市场高效率配置机制的形成，有助于资本市场资源配置功能的充分发挥，具有积极的现实意义和一定的理论价值。

然而，长期以来，关于资本市场的概念界定、对其内涵与外延的理解、研究范畴的圈定，以及资本市场效率和有效性的描述、配置效率水平的评判等，在理论探讨和实证分析时都不尽相同，这直接影响到研究结论的可靠性和研究成果的实际应用价值。从本质上看，资本市场效率有两个层面的含义：一是基于市场层面的定价效率，也称信息效率（指虚拟资本价格对信息的反应速度和反应程度）；二是上市公司层面的投融资效率，体现为公司投资效率和筹资效率。由于中国资本市场还主要表现为筹资市场，所以，资本结构决定和募集资本的运作效率非常重要。西方资本市场效率的定义和研究主要侧重于证券市场价格对信息的反应速度和反应程度，这一信息效率隐含的一个重要前提是证券市场的制度环境是给定的，或者说制度因素不对资本市场运作机制产生影响（徐涛，2003），这与我国资本市场产生和发展的现实基础不符。因而，研究我国资本市场效率，寻求适宜我国资本市场发展阶段的效率判别方法，探究提升我国资本市场配置效率的有效途径，必须首先理清资本市场相关概念、研究范围，以及资本市场的效率及其特征，把握我国资本市场效率概念的内涵及效率分析与研究的特点。

第一节 资本市场特征及效率研究

一、资本市场概念、内涵及研究范畴界定

市场是实现资源配置的有效方式之一，任何一种有关商品和劳务的交易机制都可以形成一种市场，关于资金资源的配置和交易就形成了金融市场。金融市场是金融商品买卖的场所，是以金融资产（货币、资本、有价证券等）为交易标的

物的市场，不同于一般的商品市场，其交易的商品对象是金融资产，交易的目的是进行资金的融通，交易的达成往往伴随着信用合同关系的建立或解除。在金融市场上，参与者通过交易把资金在不同时间（当前和未来之间）、不同空间（参与者之间）进行分配。在当今互联网经济背景下，其配置突破了时间和空间的限制，使金融市场的参与双方，即有多余资金需要进行投资的资金供给者和需要筹集资金的资金需求者，能够以信用为基础在一定时期内对资金使用权进行有偿转让，提高了实体经济的流动性和增长能力。但是，相比一般商品交易活动，金融市场交易不仅具有创造财富神话的诱惑，还伴随着灰飞烟灭的落魄，深藏着极大的风险性。

金融市场按所交易金融工具的期限可以划分为货币市场和资本市场。^① 货币市场是短期资金融通的市场，包括同业拆借市场、票据贴现市场、回购市场和短期信贷市场等，其融资期限短到隔夜，长达一年。例如，存单、票据、货币头寸和短期国债等，具有期限较短、流动性较高、风险较小等特点，通常可以起到货币的作用。资本市场是长期资金融通的市场，包括股票市场、债券市场、基金市场和中长期信贷市场等，一般融资期限在一年以上，最长可达几十年，其特点是期限较长、流动性较低、风险较大，可以给持有者定期带来收入。资本市场上融通的资金主要作为扩大再生产的资本使用，所以被称为资本市场。资本市场不同于一般意义上的商品市场和要素市场，资本市场的重要功能是最大限度地将社会资金转化为投资，促进整个社会资金资源的有效利用。因此，在根本上，资本市场是决定于和服务于实体经济发展的，是实体经济的虚拟化。尽管资本市场和货币市场都是资金供求双方从事交易的场所，被誉为经济体系中聚集资金、分配资金的“水库”和“分流站”，但两个市场分工明确。资金需方通过资本市场筹集长期资金，通过货币市场筹集短期资金，金融监管部门则通过这两个市场来控制 and 调节金融与经济活动。从历史上看，货币市场是资本市场的基础，货币市场先于资本市场出现，但从现实来看，资本市场的风险要远远大于货币市场，其原因主要是中长期内影响资金使用效果的不确定性增强，不确定因素增多，以及影响资本市场价格水平的因素较多。

在理论研究和实务界，人们对资本市场概念及内涵的理解存在差异，既有交叉重叠的一面，也有些许的区别和不一致。这可能一方面源于金融工具的不断创

① 对资本市场概念存在不同理解：一种观点认为资本市场涵盖全部金融市场，包括外汇市场和衍生工具市场；一种观点认为资本市场包括货币、债券和股票市场；一种观点认为资本市场就是直接融通资本的市场；范围比较窄的观点认为资本市场仅包括所交易工具期限在一年以上的金融市场。国内主流认可最后一种观点，本文也采用这种观点。

新、资本市场的复杂多变；另一方面源于学者不同的研究视角和目的，形成了对资本市场概念的几种理解。

资本市场本质内涵是以证券产品为代表的长期金融工具的交易场所，并且内设监管系统以保护投资者利益。可见，以证券发行和交易为主要内容的证券市场，是资本市场的重要组成部分，也是资本市场存在的典型形态，其运用各种金融工具，如股票、债券、储蓄存单、基金产品等调节资金供方和资金需方的资金余缺，进行资金融通，配置金融资产，具有吸收中长期资金的巨大能力。公开发行的股票和债券可在二级市场自由买卖和流通，有着很强的灵活性，通过交易，资金借贷双方和金融中介等证券市场参与者达到了他们各自想要的投资、投机、避险和套利等目的。

2004年1月31日，国务院发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，该意见所指的资本市场是以股票、债券产品为主的证券市场。该意见提道“我国资本市场是伴随着经济体制改革的进程逐步发展起来的”，基本将资本市场的关注视野圈定在兴起的证券市场领域。在促进资本市场稳定发展、进一步完善相关政策方面，该意见是这样表述的：“完善证券发行上市核准制度，重视资本市场的投资回报，鼓励合规资金入市，继续大力发展证券投资基金，拓宽证券公司融资渠道，继续支持符合条件的证券公司公开发行股票或发行债券筹集长期资金，积极稳妥解决股权分置问题，规范上市公司非流通股份的转让行为，防止国有资产流失，完善资本市场税收政策”。在健全资本市场体系、丰富证券投资品种方面，该意见描述道“建立多层次股票市场体系，积极稳妥发展债券市场，稳步发展期货市场，建立以市场为主导的品种创新机制，研究开发与股票和债券相关的新品种及其衍生产品”，完全将我国资本市场体系的建立等同于证券市场体系的建立。而该意见第五条至第九条的焦点依然是上市公司、证券期货公司、市场监管和行业自律、利用境外资本市场等，如“进一步提高上市公司质量，推进上市公司规范运作；促进资本市场中介服务机构规范发展，提高执业水平；加强法制和诚信建设，提高资本市场监管水平；加强协调配合，防范和化解市场风险；认真总结经验，积极稳妥地推进对外开放”等具体意见，也都是紧紧围绕证券市场内容体系的发展建议。而推进资本市场改革开放和稳定发展的具体任务则被定位于“以扩大直接融资、完善现代市场体系、更大程度地发挥市场在资源配置中的基础性作用为目标，建设透明高效、结构合理、机制健全、功能完善、运行安全的资本市场”。虽然从资本市场长期资金融通场所的界定上，资本市场应该涵盖证券市场、银行市场和保险市场中所有涉及长期资金融通的内容，但从政府重要文件的口径和实务界人士的普遍认识来看，比较明确的关于我国资本市场研究范畴的圈定应该是以证券市场为主体的市场。

圈定资本市场研究范畴为证券市场具有典型意义。资本市场对整个中国金融体系的改革功不可没，它推动了金融体系结构的转型，改善了商业银行的治理结构，增强了金融体系的抗风险能力，改善了金融机构的赢利模式。同时，资本市场在自身建设和发展过程中，对社会发展的影响也日益增强。资本市场的发展使居民的投资品种由早期的单一储蓄，扩展到股票、国债、企业债、可转换公司债券、证券投资基金、权证、期货等多种理财工具，丰富了居民理财方式，提高了居民对国家经济的参与度，增加了居民分享中国经济增长成果的渠道。同时，资本市场的发展也促进了企业的发展壮大和行业整合，改善了企业运营与国有资产管理模式，促进了民营企业的发展，上市公司日益成为中国经济的重要组成部分。资本市场也带动了消费及相关服务业的发展，财富效应初步显现。在这样一个经济转型的环境和历史背景条件下，综合对国务院发布的具有历史意义的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》的解析，以及实证研究中股票、企业中长期债券等证券市场数据可获得性的考虑，还有银行系统与证券市场通过国有四大商业银行股权分置改革（股改）上市的联动，笔者认为圈定资本市场研究范畴为证券市场具有典型意义。

诚然，我们对资本市场概念的理解和内涵的把握应该是动态的，认为它既有严格的界限区分，同时又是一个有弹性的概念。

二、中国资本市场的阶段性发展特征及其对效率研究的启示

资本市场作为我国社会主义市场经济体系的重要组成部分，在政府的高度重视和指导下，发展速度很快，已粗具规模。实践证明，资本市场的建立和发展，对优化资源配置，搞活资金融通，提高资金使用效率，最大限度地将一方的富余资金转化为另一方的投资，促进整个社会资金资源的有效利用，具有重要的意义。同时，资本市场对发展战略性新兴产业，推进产业结构调整，筹措建设资金，建立现代企业制度，推动经济平稳快速增长也具有重要作用。中国资本市场是一个新兴市场，改革开放以来，我国政府积极稳妥推动资本市场的改革与发展，探索出了一条符合市场发展规律和我国国情的发展道路，资本市场体系和产品结构逐步得以完善，资产定价、投资融资、资源配置、风险管理等功能也日益得以发挥，经济的快速发展推动了资本市场日新月异的变化，我国资本市场结构已经从单一的银行金融体制迈向包括银行、证券、保险在内的综合金融体制，其运营模式也逐步从银行、证券、保险分业经营向混业经营方向发展，基本形成了“银行市场+证券市场”的“政府主导型”发展模式。对我国资本市场现阶段特征的认识，可以从以下几个角度去理解。

第一，股票市场越来越成为国家宏观经济的晴雨表。通常资本市场可分为股

权市场、债券市场和衍生品市场。股权市场是指股票市场。债券市场指债券产品发行和交易的场所。衍生品市场则是指基于股票、债券等基本金融工具的衍生金融工具交易的市场。于1990年11月26日和1991年4月11日先后成立的上海证券交易所（沪市）和深圳证券交易所（深市）是新中国资本市场发展的起点，20多年的风风雨雨，5000多个交易日，见证了中国资本市场从无到有，从单一股票交易到包括股票、债券、可转债、期权等在内的多种金融创新产品交易，从资本弱国到资本大国发展的厚重记忆，已逐步发展成为与我国经济地位相匹配、具有全球影响力的市场。但是，一个不争的事实是自中国资本市场建立以来，重股偏债的现实在2008年国际金融危机之前一直没有得到根本性的改观，股票市场长期以来一直是我国资本市场的主要力量和投资者关注的焦点。在一定意义上，中国股票市场的发展轨迹描绘了中国资本市场的发展历史，因此，从股票市场角度切入研究中国资本市场问题具有代表性。众所周知，中国股票市场日益规范化、市场化和国际化，已成为实体经济进行资金融通和社会资金进行有效配置的重要场所，紧扣经济社会发展脉搏，与人民生活息息相关，因此，股票市场走势能否反映实体经济的预期走势，其中长期走势能否由国民经济的基本面和走势来决定，不仅直接反映了股票市场作为实体经济虚拟化交易平台机制运行的有效性和配置效率，而且股票市场的配置效率从本质上体现了实体经济与虚拟经济之间的协调性。在世界金融危机全球蔓延，中国股票市场与世界的联系越来越紧密并且难以幸免的现实环境下，一个健康成长、稳定发展的股票市场将关乎党和政府的信用，关乎社会、政治的稳定乃至国家安全。因此，关注中国股票市场的运行情况，回答中国股票市场资金资源配置功能发挥的效率水平问题，是金融理论研究和金融实践者绕不开的基本问题，也是金融学界和政府决策层关注和致力解决的问题。

考虑到当前我国资本市场对外开放度的提升，伴随着国际金融危机蔓延的挑战，同时还受到国内传统文化、高储蓄倾向、新股发行制度、股改限售股解禁扎堆等特色要素的影响，我国股票市场阶段性发展的复杂性特征逐渐凸显，对其融资功能的发挥和配置效率的检验需要考虑更多因素的交叉影响和共同影响。本书对股票市场效率判断的思路最终将落脚于对虚拟经济和实体经济联动性的考量上。经济状况是决定股票市场发展的根本，实体经济因素对股票市场的发展影响深远，国内生产总值、通货膨胀、储蓄、投资等实体经济指标将被纳入研究视野，利率汇率等货币政策、财政税收等财政政策在对实体经济发挥作用的同时，对股票市场也产生了联动反应，研究股票市场配置效率离不开对这些政策效果的考核。当然，除了这些外部因素，股票市场本身的制度设置、上市公司质量的改善、商业银行的改革、市场参与主体的行为特征及相关衍生金融工具的发展都会对股票的运行产生影响，并影响到市场效率的配置水平。

第二, 国有股权、国有企业改革、股权分置等因素对股票市场影响深远。根植于中国经济转型和历史文化土壤, 发展迅猛的资本市场显然具有不同于西方发达资本市场的阶段性特征, 这决定了中国资本市场效率研究不能机械模仿甚至套用西方资本市场效率研究的成果和方法, 而必须结合我国制度背景、传统文化、国情等现实因素。

回顾改革开放以来中国经济 30 多年的改革进程, 一个共同的认识是, 历时仅 3~5 年, 成就举世瞩目的中国经济改革的第一步农村改革是成功的, 而从 20 世纪 80 年代中期到 21 世纪初, 中国经济改革的第二步国有企业改革却步履维艰。滞后且与现实经济发展速度极不适应的金融体制严重阻碍着经济改革的进程。中国的经济改革实质上已经进入攻坚阶段, 迎来了不可避免的、最复杂的和最困难的第三步金融改革。实际上, 国有企业改革的最终成效如何, 经济改革的最终命运如何, 经济增长的势头能否保持, 都与我国金融体制的形成、发展和完善息息相关, 而确保我国股票市场的健康稳定发展和上市公司的有效治理, 以及银行系统与证券市场的协调发展等问题, 是金融改革中的热点和焦点, 也是金融改革的重头戏。

1990 年 11 月 26 日和 1991 年 4 月 11 日分别成立的上海证券交易所和深圳证券交易所, 以及 1992 年 10 月 26 日成立的国务院证券委员会和 1992 年 10 月底成立的中国证券监督管理委员会 (简称中国证监会) 标志着中国资本市场的正式建立。在资本市场建立之初, 由于担心其规模发展过快而失控, 监管部门对其进行了严格管制。1998 年以前, 中国证监会对公司申请上市采取审批制的监管模式, 直至 2001 年正式实行核准制, 监管部门不再下达发行规模指标。然而, 无论监管方式如何变化, 全国各地区新股发行上市募集资金的比例仍保持稳定, 中央监管部门在决策时不得不在各部门、各地区之间进行平衡, 以类似计划的方式分配上市资源, 而这种计划经济特征并不因发行监管模式的变化而变化。因此, 各地区的上市资源分配在很大程度依靠地方政府的努力争取, 接下来地方政府再决定哪些公司可以获得上市资格。于是, 新股发行门槛的设置一方面降低了诸如“中国概念股海外遭袭”事件中低质公司混迹市场的可能性, 是对上市公司质量的基本把关; 另一方面也产生了上市公司的国有股权性质、国有企业改革重任、股改等富有中国特色的资本市场阶段性特征。

股改的成功推进, 标志着中国资本市场逐步走向全流通、国际化和市场化时代。众所周知, 我国资本市场建立的主要目的是支持国有企业改革, 地方政府在分配上市资源时自然首先选择国有大型企业或地方经济的支柱国有企业。因此, 最初上市公司大多由国有企业改制而来, 这直接导致了资本市场中国有股份的占比很大。而且, 中国资本市场上对流通股与非流通股区分的规定, 造成股票市场“同股不同权, 同股不同价”的市场隔离现实和价格的“双轨制”状态, 加之国有

企业改制背负的历史包袱和社会责任，严重制约了股票市场的健康有效发展。鉴于此，从制度层面上再造中国资本市场的股改于2005年4月29日正式启动，截至2008年6月底，我国全部上市公司基本上完成了股权分置改革，标志着中国资本市场全流通时代的正式到来，随着限售股解禁冲击波一浪高于一浪，中国资本市场逐步走向全流通、国际化和市场化发展阶段。

因此，富有中国特色的经济法律制度、历史文化背景对资本市场影响深远，从最初资本市场建立的首要目的是服务国有企业改革到股改的成功推行；从股票发行的行政审批制过渡到发行核准制；从合格境外机构投资者（QFII）到合格境内机构投资者（QDII）的双向开放所增强的国内外资本之间的流动性，到中国证券市场国际影响力、辐射力和竞争力的形成；从四大国有商业银行的股改上市，到国有企业股改上市之后的公司治理改善，都在特定的制度环境和历史阶段下，推动了市场效率的提升，增强了资源配置能力。在这样一个特殊的历史发展阶段，充分考虑到中国股票市场特有的阶段性发展因素，我们认为，西方发达资本市场中业已成熟的效率研究方法和研究结果，不一定完全适用于我国新型资本市场有效性和效率研究，股票市场在中国经济改革中作用的发挥，其资金资源配置效率的检验和判别，如何提升与改进我国资本市场效率，需要有新的思路和新的方法。

第三，作为市场的主体，上市公司是资源配置的主要载体，其会计业绩和财务情况反映了公司当前的经营水平、运营效率及市场价值，而公司成长性则反映了企业未来发展前景，决定了股价的长期走势，进而决定了股票市场的质量和资本配置效率水平。鉴于研究与开发（R&D）对企业核心竞争力形成作用的逐渐凸显，从上市公司微观层面研究公司价值增长和核心竞争力提升的原动力和内在机制，探讨作为企业的重大投资——R&D项目对提高企业成长性和提升市场价值的作用，透过上市公司质量改进与市场效率提升之间内在的必然联系和直接影响，借助基于公司基本面角度的关于R&D投资与公司价值关系的实证研究结果，从实体经济支撑层面研究虚拟经济层面资本市场效率的提升途径，是对效率研究的另一个思考。

第二节 资本市场的效率内涵

效率作为经济学的核心命题，通常指竞争性均衡的实现。早在19世纪，意大利经济学家帕累托就从资源配置和价值判断的角度提出，效率是在固有群体内分配有限资源所达到的一种资源分配的理想状态，即在没有使任何人的境况变坏的前提下，不可能使另外一些人的处境变得更好，这一状态被称为帕累托最优状态，如果市场的资源配置达到帕累托最优状态，那么该市场是具有帕累托效率的（Pa-