

中国资本市场 效率研究

◎ 曹红辉 著



ON THE EFFICIENCY OF CHINA
CAPITAL MARKET

中国资本市场效率研究

On the Efficiency of China
Capital Market

曹红辉 著

经济科学出版社

责任编辑：李洪波

责任校对：杨晓莹

版式设计：代小卫

技术编辑：董永亭

中国资本市场效率研究

曹红辉 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

天津新华印刷一厂印装

690×990 16 开 19.25 印张 330000 字

2002 年 11 月第一版 2002 年 11 月第一次印刷

印数：0001—3500 册

ISBN 7-5058-3237-9/F·2592 定价：32.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)



曹红辉 男 1966年5月生于湖南汉寿。先后毕业于长沙铁道学院、中南工业大学、中央财经大学，获文学学士、管理学硕士、经济学博士学位，并在中国社会科学院从事金融学博士后研究。具多年企业经营、投资管理及投资银行从业经验，现任职于中国社会科学院金融研究所。多次参加多项国家社会科学基金及省部级课题研究，在《投资研究》、《中国工业经济》和《经济研究参考》等刊物上发表论文多篇，合著包括《创业投资》、《中国企业并购研究》、《中国财政支出效益研究》等，参与编辑出版《青年经济学家文库》丛书及《中国证券》等。

责任编辑：李洪波

封面设计：张卫红

该选题切中近年来中国资本市场要害，弥补了以往研究方法之不足，其效率改进模式和政策主张颇具实际价值，文章结构合理，行文流畅，是篇高质量的作品。

——中国社会科学院金融研究所
研究员 李扬

该书提出了全面衡量资本市场效率的方法，得出了一些有价值的结论和有创见性的效率改进模式，是一部优秀的作品。

——北京大学教授 萧灼基

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资本市场效率研究 / 曹红辉著. —北京: 经济科学出版社, 2002. 10

ISBN 7-5058-3237-9

I. 中… II. 曹… III. 资本市场-经济效率-研究-中国 IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 082280 号

序 言

在中国市场经济发展的过程中，资本市场的作用是非常独特的。这是因为，中国的资本市场是在中国的体制改革和经济发展两大历史运动的背景下产生和发展起来的。因此，不同于发达市场经济国家，也不同于一般的发展中国家，中国的资本市场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，中国的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。

在这种复杂的制度背景下研究中国资本市场的效率问题，并期望提出切实可行的改革建议，我们当然需要学习。因此，完整、准确地引入西方主流经济学界在成熟资本市场基础上发展起来的各种理论、观点和方法，包括本书集中讨论的评估市场效率的方法，充分借鉴发达国家资本市场发展的历史经验，显然绝对必要。但是，这只是问题的一个方面。在我看来，关于中国资本市场的研究若想真正切中时弊，要想真正有助于其未来的发展，它必须是植根于中国国情的；仅仅引进一点别国的经验，仅仅了解一些抽象的国际规则，是远远不够的。更何况，去年以来，随着美国股市的下泻，随着美国金融市场上财务丑闻一件件被揭发出来，随着那些令人敬畏的规则、条例、制度、方法在这些丑闻面前显示出束手无策的窘态，那些国际惯例的权威性已经成为可以存疑的事情了。我认为，最重要的是，我们的研究者必须从中国的国情出发，必须能够合理地解释：那种在西方社会的土壤上生长起来的资本市场是如何在中国的经济环境中落户的，因而它如何受到中国特有的经济、政治、社会体制的影响和束缚，致使一些在西方经济中被视为寻常的一些作用不能充分发挥，却产生了另外

一些新的功能。当然，资本市场在发展过程中出现的一些在别的经济体中没有出现过的弊端，等等，也应在我们的视野之内。

在中国资本市场中，存在着大量不能简单套用外国模式来进行说明的例子。例如，根据西方的准则，在中国上市公司中设置非流通的国有股和法人股，显然是影响中国资本市场效率的一个重要因素。然而，即便对于这样一个几乎没有争议的事实，我们也不能简单地对待。必须承认的是，如果没有这种特殊的、现在看起来非常不规范甚至是贻害无穷的制度安排，中国的资本市场至今可能还停留在被各界争论不休的“方案”水平上；中国国有企业的体制改革可能还根本迈不出切实的步伐；所谓完善公司治理结构云云，可能至今还停留在高等学府的课堂里；所谓私人企业发展问题，可能至今还找不到合适的组织框架和市场条件，等等。显然，如果考虑到日益引起学术界关注的“制度供给”因素，对中国资本市场的发展及其问题，我们就应有一种更为平和、科学、全面和脚踏实地的态度。我认为，如果大家都取这种态度，所谓中国资本市场究竟是赌博还是投资场所之类的不得要领的争论，也就不会那么长时间地占据着我们的媒体。

如此，在我看来，要研究特殊的中国资本市场问题，研究者必须具备两方面的知识。其一，比较了解资本市场的基本理论，而不是零打碎敲地只是知道美国如何做，英国怎样做，日本怎样做，等等；其二，熟知中国特殊的经济体制特点，熟知中国经济改革和发展的路径和逻辑，从而了解中国资本市场的改革和发展真正需要解决的关键问题所在。

本书作者就是比较适合从事此类问题研究的人。作者曹红辉博士具有长期从事经济、金融工作的实际经验，他自己参加过很多企业的股份制改造工作，参与过一些改革方案的研究和设计，甚至还曾经在股票市场上试过身手。另一方面，十余年以来，他始终保持着对经济和金融理论的浓厚兴趣，并在这方面真正下过功夫。应当说，他的学术功底、观察力，以及对中国经济问题的熟悉，使得他可能就中国资本市场问题做出一篇好文章来。这部专著的出版，说明我们对他的预期没有落空。

首先，本书作者基于对中国资本市场的了解和理解，一方面较好地选择了西方学界的分析方法和学术规范，对已流通股股票市场的信息反映的有效性进行了评估，同时，又对股票市场的资源配置效应进行了分析。在综合这两方面分析成果的基础上，作者得出的结论是：按照主流经济学的效率准则，中国的股票市场的效率是比较低的，其中，市场被人为分割，并进而造成了市场的功能分割，是中国股票市场效率低下的主要原因。进

一步，作者继续分析道，正是这种状况，强化了国内企业普遍的股权融资偏好的形成，这既引起公司治理机制的混乱和治理效率的低下，又导致债券市场尤其是公司债券发展的萎缩。而公司债券与股票市场之间的非均衡发展，使得不断增长的货币供应持续流入股票市场，加剧了股票市场信息反映和资金配置的扭曲程度。

在进行了一番颇有历史感的全面分析之后，作者对中国资本市场的制度缺陷做了综合分析。他指出，中国股票市场和债券市场内部的制度安排存在诸多缺陷，使得它们难以充分发挥配置资源的积极作用。这些缺陷主要包括：市场进入的歧视性制度加大了市场整体上的寻租成本；信息反映不健全的价格形成制度与单一的市场交易制度抑制了全社会的资本形成；外部约束不充分的市场收购兼并及退市制度降低了资本再配置的效率，等等。这些分析无疑都是很有见地的。

本书的又一特色是对监管制度的分析。通过对国外常见的分析模型加以改造，作者引进了政府监管、税收及交易佣金等外在因素，并考察了这些因素对资本市场效率的影响，同时也分析了转型时期外部因素对资本租金成本的影响。

此外，作者提出：在全球化趋势下，提高中国资本市场效率，必须同探索适宜中国经济发展的金融发展模式密切结合起来。基于此，作者提出了动态化管理的金融发展路径选择及效率改进模式。这些也具有一定的参考价值。

在今后的五到十年里，中国经济将面临新的机遇。在这个将给中国带来更新面貌的改革和发展的过程中，资本市场无疑将发挥更为重要的作用。因此，研究中国经济的改革和发展，研究中国金融体系的改革和发展，必须高度关注中国资本市场的改革和发展问题。毫无疑问，要想使得这个改革和发展取得更好的效果，我们需要大量将市场经济的基本原则与中国实践密切结合起来的研究。我相信，以目前这部著作为基础，曹红辉博士将会对中国金融改革和发展的研究做出更多的贡献。



2002年10月3日

内 容 提 要

中国资本市场一直是市场经济体制形成中的热点和难点。先是围绕其性质、地位发生争论，后来又对其在经济增长中的作用产生分歧。如何全面、客观地评价资本市场对经济增长的作用，提高其在经济增长中的效率水平，不仅关系到宏观经济持续增长、金融发展和金融全球化下的金融稳定，也关系到国有企业改革的成效、市场经济微观主体的重塑和政府监管行为方式的转变。本书对中国资本市场效率现状加以评价，并从金融战略发展的角度提出资本市场效率改进的方法。

首先，全书在对国内外学术界关于货币、资本、金融及资本市场等方面效率研究的理论予以回顾和评述的基础上，从中国转型时期新兴市场的特征出发，阐述了资本市场效率的宏观经济意义和微观内涵，分析了不完全竞争的中国资本市场的局部均衡；并在资本市场与经济增长效率相关因素的一般均衡关系分析基础上，分析了资本市场的动态非均衡对资本市场效率的影响。同时，剖析了不同所有制企业融资机会不均等因素导致的寻租行为，以及股东权利分割造成的市场结构和功能分割对市场效率的损害，探讨了造成资本市场效率损失的产权制度、市场泡沫与资本外逃等主要现实因素的负面影响；并从资本深化率、资本形成率、资本配置效率及资本使用效率等角度初步建立了衡量资本市场效率的指标体系与方法。

其次，以中国股票市场为例，分别采用线性分析和分形分析的方法，对股票市场综合指数收益率进行线性和非线性随机游走检验；同时，还进行了市场泡沫度检验、周末效应检验、月份效应检验以及资本市场对国有股减持的过度反应检验等；从而分析中国资本市场对信息反映的有效性水平。对股票市场泡沫度的实证检验显示，沪深两市在实施《证券法》后的三年内平均泡沫度均高达 60% 以上，表明股票市场价格远高于其代表的实物资本价值。但这主要是由于市场非均衡发展 and 机制扭曲所造成的，并不能全面反映对中国资本市场整体效率水平的判断。

再次，通过绩优股组合和绩差股组合，建立实证模型，分别检验了上海和深圳股票市场根据价格信号配置资金的效率状况。上市公司编制的虚假信息及其与机构投资者的合谋不仅成为操纵市场，进行内幕交易的主要手段，而且造成了对企业经营绩效评价和市场资金配置上的误导，两市中对绩差股配置的资金普遍大于绩优股，深圳股市中的价格对投资的引导作用大于上海股市。

通过对中长期信贷市场处置不良资产的债转股政策的有效性予以剖析，并未发现该项政策从根本上推动国有企业预算硬约束的形成与银行经营的改善，也未发现它对于促进银行和企业经营机制的转换与社会信用基础的重建等方面发挥明显作用，从而遏制新的不良资产的形成，有效扭转造成金融风险的企业经营效益低下的态势，可见其政策效果并不理想。

本书还分别从内在因素和外在因素两方面分析影响资本市场效率的因素，前者包括对债券市场和公司股权结构及治理结构的分析，后者则包括对税收、佣金与政府监管的影响进行分析。

一方面，从资本市场内部探讨市场结构与作为市场微观主体的公司治理模式对资本市场效率的影响。本书从债券市场与股票市场之间的非均衡发展、债券市场内部分割现象等资本市场结构性缺陷的角度，研究了资本市场结构的非均衡对资本市场效率的影响。由此进一步综合评估其宏观效率，包括对实体经济的稳定性、对经济持续增长的促进作用等，并得出结论：发展债券市场不仅可以消除因股票市场畸形发展带来的资本市场结构的非理性，改善资本市场的资源配置效率，而且可以促进微观经济主体的塑造，推动市场主体绩效的改进。

同时，从上市公司股权结构对公司治理结构及经营绩效的角度，分析了引起效率低下的微观主体因素，并对股权结构在公司治理绩效及资本市场效率等方面的影响进行实证分析。公司治理旨在改善公司绩效与战略，通过对管理层的监督与责任机制，保证公司体系正常运转且具有运转效率。公司治理机制决定着企业的运行效率，既有利于降低代理成本，增强公司竞争能力，改进公司绩效。股权结构通过激励机制、监督约束机制、收购兼并机制和代理权竞争机制等四方面对公司治理结构的影响来影响其治理绩效，公司治理绩效反映出资本市场中资本的收益水平，是资本市场为实体经济所配置的资金产生的投资收益，也是资本市场中产生资本收益的基础。因此，公司治理绩效反映了资本市场效率的微观基础。

没有实体经济中微观主体的公司业绩作为支持，没有对投资者的分红

派现和对债券的还本付息，资本市场就失去了存在的价值和意义。因此，公司治理绩效或者说公司经营业绩是衡量资本市场效率的根本方法和决定性标准。实证分析表明，股权结构相对分散的法人控股型公司的绩效表现好于国有控股型公司。因此，股东约束的有效性而不是股权结构本身决定着公司治理绩效，但合理股权结构分布下的公司治理绩效的改善有利于形成企业在金融市场的良好声誉，促进金融体系稳定，有利于在更大范围内优化资源配置，最终影响全社会的财富及福利水平。

另一方面，从租税和政府监管两方面分析影响资本市场效率的外在因素。

先是对影响资本市场中风险投资的交易效率的印花税和交易佣金，影响资本形成和储蓄倾向的利息所得税、固定资产投资方向调节税、股息税、消费税和所得税等加以研究，探讨宏观税负对经济增长效率的影响；并提出资本市场的交易佣金是基于资产专用性和信息不对称等因素而支付给投资银行等金融市场中介的一种租金，租金与资本形成有关的税收及市场监管等都是来自政府等市场外部因素干预的形式。

然后，分别从税收对投资率、储蓄率和消费率的影响角度来看，探讨改革影响投资、储蓄和消费水平的不合时宜的税费政策，提出优化税率，改革税制，创造平等的竞争环境，诱导生产要素向效率更高的部门流动，增强税收的中性程度，减少税收的效率成本，促进资本的形成，扩大投资和消费，提高资金配置效率。

随后，从税收对交易成本的影响角度，分析了固定佣金制和客户经理制对券商无序竞争和交易成本的影响，指出其间接拉高资本成本，加大资本市场资金漏损，制约资本形成率的后果；提出改革印花税税制，建立弹性化的差别税制，逐步开征资本利得税的主张。

而通过剖析市场监管体制和政策的演变，指出目前市场监管中的各种问题是公有产权主导下的计划经济管理惯性思维的结果，以及政府作为国有资产所有者与作为市场监管者之间定位失当的后果。同时指出这是资本市场制度本身的缺陷所决定的，如缺乏有效治理的企业制度、功能残缺的市场制度、僵化的国有产权管理制度、薄弱的信用制度、非市场化的监管制度及粗放的法律制度等。推行市场化、法制化和科学化监管，应充分考虑经济转型时期资本市场的体制特征，忽视这一时期市场的基本规律，盲目强调与国际资本市场接轨，只会损害资本市场既有的规范化进程，并有可能造成新的不公平危害市场的稳定，最终损害资本市场的

效率。

最后，通过比较金融中介型投融资模式和金融市场投融资模式的效率差异及其成因，以及金融抑制、金融深化和金融约束等理论和政策建议对资本市场效率的影响，并在分析金融全球化和金融创新对资本市场效率的影响的基础上，初步提出了改进中国资本市场效率的模式，即在法制化基础上规范发展，在市场化基础上科学规划，在国际化基础上逐步完善，在金融创新基础上加快发展，从而通过市场化、法制化、国际化和金融创新实现中国资本市场的效率改进。

本书的进展主要体现在以下几个方面：

首先，论证了股票市场内部的结构性和资本市场非均衡发展是造成中国资本市场效率低下的深层因素。债券市场与股票市场之间的结构非均衡和国有产权预算软约束引起的公司治理绩效低下则是构成资本市场效率低下的主要微观因素。通过分析中国资本市场存在的动态非均衡现象，本书剖析了中国资本市场中存在分形现象的深层次原因，即分割的市场制度和市场结构的非均衡等构成分形市场假说在中国资本市场效率分析方面的现实基础。

其次，将资本市场效率评价方法界定为对市场信息的反映有效性与利用价格信号配置资源的有效性两种方式。通过采用线性分析方法和分形分析方法，对中国股票市场的线性随机游走和非线性随机游走予以检验，而通过对国有股减持政策在股票市场中的过度反应进行了实证检验，证实了非流通股的流动性与减持成为相当长时期内影响股票市场乃至资本市场结构变动的最重要变量；通过对股票市场根据价格信号配置资源的效率进行的实证分析，则发现企业经营绩效并未成为市场配置资源的主要依据，股票市场对资金的配置效率存在偏差。

再次，对近年来中国股票市场泡沫程度进行实证检验，讨论了资本外逃对资本市场效率的间接影响，并对国有企业债权转股权政策的效率状况进行评价；提出充分考虑资本市场提供制度供给，促进经济体制改革的作用，也是全面评价资本市场效率不可或缺的重要方面。

最后，打破资本市场假说等理论将租税等交易成本假设为零的传统，将租税制度和监管制度作为影响资本市场效率的外生因素加以分析，深入剖析了税收制度、交易佣金制度对资本成本的影响，以及市场监管制度对中国资本市场效率的影响。

Abstract

China's capital market has been the focus in the construction of marketing economy since its existence. Efficiency of China's capital market not only involves the efficiency of economic development and steadiness of finance with the challenge of financial globalization, but also involves the success of reformation of state-owned enterprises and the transfer of the government in the market auditing and corporation governance. Just based on the key role of the capital market, the topic has been chosen to appraise the efficiency of capital market in China and to analyze the factors which influence the mechanism of the market and which decide the efficiency of the market so that new development strategy could be promoted to improve the efficiency of the market.

The whole seven chapters of the paper could be divided into five parts. The first part which is also the first chapter gives the comments on the theoretical research about the influence of credit, money, capital, finance and capital market, both from Marx's works and various western traditional and modern finance sutra, especially the authentic proof models, so as to establish the basis of the analysis in the paper.

In the second part or the second chapter, based on the characteristics of the newly-developed capital market in the transferring period, elaboration has been put forward on the efficiency of the market from the development of macro-economy and from micro-economy. Theoretical models and experiences analysis have been focused on the partial equilibrium and dynamic non-equilibrium which result from the separation and break in the mechanism of the market between the state-owned shares, artificial person-owned shares and the shares hold by public investors. Further research has been pushed forward on the rent-seeking in capital raising which result from the discrimination between the state-owned enterprises and non-state-owned enterprises. It has been pointed that vague system and protection of property right, bubbles of the market and capital

flight are the causes of the losses of efficiency. Various methods of index to appraise efficiency of capital market have been settled.

The third part which contains two chapters is the most important analysis of the paper, because it gives the authentic test of the efficiency of the market. Chapter 3 gives both linear random walk and non-linear random walk tests by the use of fractal market analysis for the first time, and takes the authentic test of overreaction of the reduction of state-owned shares in China's stock market. Authentic test also has been tried to measure the bubbles of the market so as to comment on the losses of efficiency. While chapter 4 takes authentic proof on the capital disposition efficiency of the capital market by using the signal of prices. Further analysis focuses on the efficiency of debt for equity swap of state-owned enterprises in China's credit market.

The following parts tell about the internal and external factors which influence the efficiency of market. In the fifth chapter, non-equilibrium of the market structure, such as the unbalance between the stock market and the bond market, the unbalance between the deal in the exchange and the deal among the banks, has been discussed. From another point of view, the influences of centralized share rights structure to corporation governance efficiency have highly been considered to be the key micro-factors of low efficiency of China's stock market. Authentic proof has also been put forward to. The sixth chapter analyzes the external factors which influence capital market efficiency including tax, expenses and supervise and management of government. Various taxes and expenses which influence the efficiency of the cost of capital, or influence the form of capital efficiency, or influence the cost of the deal have been deeply discussed. Suggestions have been put forward to that more elasticity should be contained in the tax and expense system. As for the role of government both as a player and as a judge in the market, marketing tactics and rule by law would provide the best solution.

In the last part of the paper, the seventh chapter compares the differences of the efficiency between different investment model in developed countries. This chapter also analyzes the limitation and consequences to carry out the policy of finance liberalization. More discussions focus on the influences to blaze new trials in finance under the tendency of finance globalization. Finally, suggestions

which include marketing strategy, rule by law, globalization and blaze trials in finance, have been raised to improve efficiency of China's capital market.

This paper points out that the break and separation of the structure in the stock market leads to low efficiency of China's capital market, while the unbalance in the development between the stock market and the bond market, shareholders' soft restrain to the state-owned enterprises are the main outstanding reasons. Authentic test shows that equal rights and fluidity of state-owned shares not only decide the structure of capital market, but also influence the function and efficiency of the market. And it is the main reason why the prices are twisted and why capital is lowly disposed in the stock market. Utilization of fractal analysis in China's stock market makes the analysis of efficiency more believable and available. The solution to the low capital efficiency should focus on the development of marketing strategy, legal system, globalization and new trial in finance market.

目 录

序言	李 扬 (1)
内容提要	(1)
导论	(1)
0.1 问题的提出和选题的意义	(1)
0.2 基本范畴的初步界定	(3)
0.3 国内外研究现状	(4)
0.4 指导思想和主要研究方法	(9)
0.5 基本结构	(10)
0.6 难点、不足及创新之处	(13)
第1章 资本市场效率理论：文献回顾与评论	(15)
1.1 马克思主义经典著作中关于效率的论述及评论	(15)
1.1.1 货币、股份制、信用制度与效率	(15)
1.1.2 虚拟资本与效率	(17)
1.1.3 利率均衡与效率	(19)
1.1.4 对马克思主义经典著作中关于效率论述的评论	(20)
1.2 西方经济学界关于资本市场效率的论述及评论	(20)
1.2.1 传统货币金融理论对效率的论述及评论	(21)
1.2.2 现代金融市场理论对效率评价的论述及评论	(23)
1.2.3 资本市场有效性假说及相关金融理论的新发展及评论	(27)
1.2.4 现代货币金融理论对效率的论述及评论	(34)