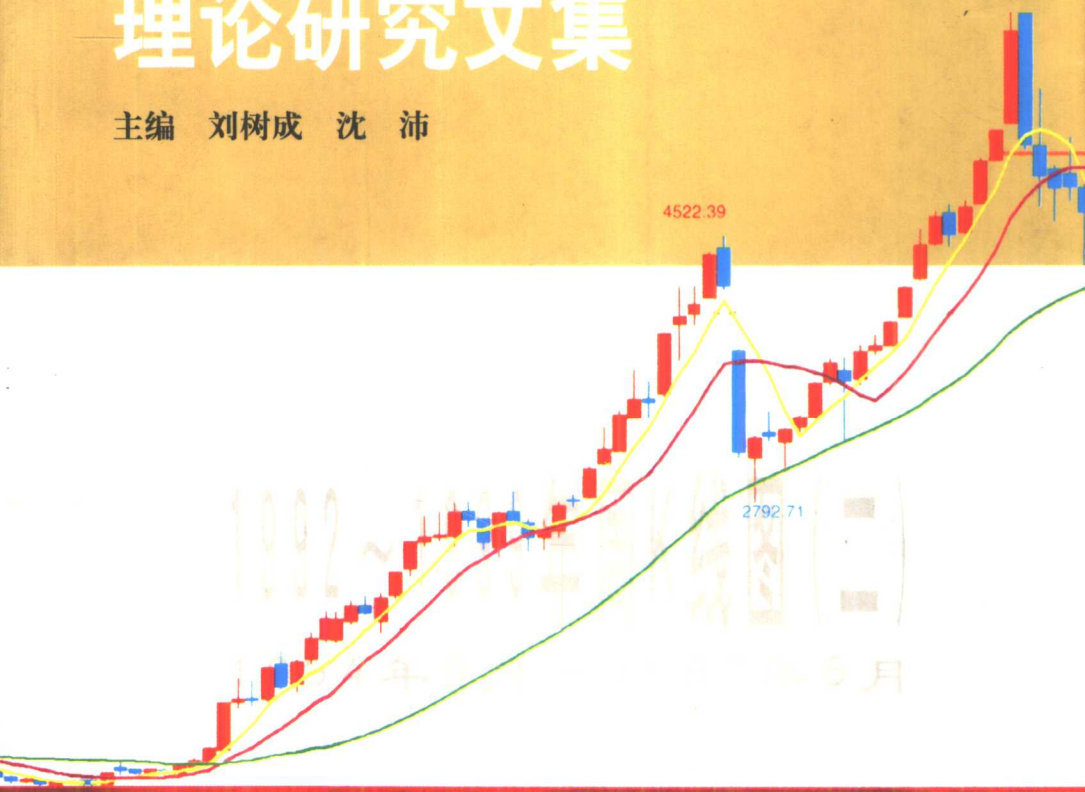


中国资本市场前沿

理论论文集

主编 刘树成 沈 沛



33

社会科学文献出版社

中国资本市场前沿 理论论文集

主 编 刘树成 沈 沛
副主编 许均华 李启亚
郑红亮 王利民

社会科学文献出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国资本市场前沿理论研究文集/刘树成,沈沛主编. - 北京:社会科学文献出版社,2000.4

ISBN 7-80149-317-6

I. 中… II. ①刘… ②沈… III. 资本市场-经济-理论-研究-中国-文集 IV. F832.5-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 04748 号

中国资本市场前沿理论研究文集



主 编: 刘树成 沈 沛

责任编辑: 黄燕生 何炳济

责任印制: 同 非

出版发行: 社会科学文献出版社

(北京建国门内大街5号 电话 65139963 邮编 100732)

网址: <http://www.ssdph.com.cn>

经 销: 新华书店总店北京发行所

排 版: 北京中文天地文化艺术有限公司

印 刷: 北京隆华印刷厂

开 本: 889×1194 毫米 1/32 开

印 张: 22

字 数: 558 千字

版 次: 2000 年 4 月第 1 版 2000 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 7-80149-317-6/F·088

定价: 48.00 元

版权所有 翻印必究

序

资本市场是市场经济的重要组成部分。自 1992 年党的十四大明确提出要建立社会主义市场经济体制以来，中国资本市场从无到有，从小到大，逐步发展。目前在沪深两市证券交易所开户的股民已达 4000 万人，上市公司 900 多家，证券机构近 100 家，证券市场已成为运用市场机制配置资源的重要渠道。

近 10 年来，中国资本市场经历过风风雨雨，也曾出现过不少困难和问题，但终于取得了以发展为主，在发展中使这一市场逐步规范的共识。经过市场各方人士的积极参与、探索和精心呵护，资本市场终于成为社会主义市场经济的重要组成部分。以 1999 年 7 月 1 日《证券法》的正式实施为标志，中国的资本市场进入了新的发展阶段。

与中国资本市场的发展相伴随，学术界和证券界对资本市场的研究也在逐步深化。资本市场的理论研究涉及的面比较广，包括会计学、公司财务学、投资学、现代统计学、经济计量学、宏观经济学、微观经济学、经济法等多种学科，通过对现代经济学理论的引进和学习，特别是与国外证券界同仁的共同研讨，中国证券研究界的学术水平正在不断提高。研究者结合中国资本市场实践进行了扎实的分析，提出不少有意义的命题和政策建议。

《经济研究》是中国经济学界的权威杂志，近年来他们关注中国证券市场的建设，发表了不少有关这方面的高质量论文，在证券界和学术界引起了较大的反响。最近他们和南方证券有限公司合作，为进一步推进该领域的研究，联合发起召开了“中国

资本市场前沿问题高级理论研讨会”，本书就是在《经济研究》已发表的相关论文和此次研讨会征文基础上精心编撰而成的。

读完书稿后，我首先感到的是，本书分析的面比较广，既包括市场分析，如市场有效性和波动分析、一级市场分析、二级市场分析、会计信息操纵及其市场反映分析、公司股利政策效应分析；也包括对上市公司的分析，如公司治理结构分析、融资结构及其成本分析；既包括对资产组合等较高深理论问题的分析，也包括当前中国资本市场最急需研究的问题的分析，如虚拟资本与实质资本关系，国有股流通、金融指数期货的开设等。不仅如此，不少论文是有深度的，阅读这些文章既能了解国外对这些问题研究的来龙去脉和最新进展，又有知晓当前中国这些问题的特殊性和症结所在。这些论文通过深入分析所得出的政策建议也颇有见地。本书所汇集的研究论文代表了目前资本市场研究的前沿水平。

我很高兴地看到论文作者大部分是新面孔，他们中有不少来自工商管理学院。近年来工商管理学院汇了不少优秀人才，他们结合学科建设从事研究，大大提高了工商管理学院的研究水平，在会计学、金融学等领域内尤其明显，我一直以为，把对现实问题的研究和对未来的超前研究结合起来，对市场运作状况的研究和对资本市场的理论研究结合起来，是十分必要的。研究者由于职业不同，兴趣不同而可能侧重研究某一方面的问题，但对整个学术界和证券界来说，则必须对各类问题都有所研究。只有这样才能促进资本市场的建设和提高资本市场的理论研究水平。这本书的作者来自于大学等科研机构 and 资本市场的投资机构，是以上结合的很好范例。希望这种结合能长久保持下去。

在这里，我想提出一个问题，这就是在现阶段的中国讨论证券市场占股份制改革，是不是一种理论上的创新，为什么会出现这样的问题呢？这是因为，有些人认为，股份制，世界各国早就有了；证券市场，解放前的中国就有了；因此，股份制、证券市

场在中国都算不上什么新东西，这怎能称为制度创新？又怎能把类似的讨论称作理论的创新？这种想法显然是不正确的。我们知道，创新不等于发明，创新是把一种发明在经济中应用，从而产生巨大的效益。尽管股份制、证券市场在世界各国早已有了，在解放前的中国也早就有了，但现阶段中国正处于计划体制的市场经济体制的转型阶段，在转型社会中如何实行股份制，如何建立并发展证券市场，这正是前人不曾遇到过的问题，也是世界上其他图象没有实践经验的新尝试。从这个意义来说，从转型社会中对传统国有企业进行股份制改革就是创新，在新型阶段建立证券市场同样是创新。这些既是制度的创新，也是理论的创新。对此是不必怀疑的。

由于本书代表了中国资本市场研究的前沿水平，我乐于为此书作序，并向广大读者郑重推荐。

厉以宁

2000年1月20日

目 录

序.....	厉以宁 (1)
--------	---------

1. 市场有效性及其波动分析

中国证券市场效率的分析.....	吴世农 (3)
上海证券市场过度反应的实证	
检验.....	张人骥 朱平方 王怀芳 (17)
中国证券市场过度反应了吗?	沈艺峰 吴世农 (29)
中国证券市场“功能锁定”	
现象的实证研究	赵宇龙 王志台 (40)
中国股票市场的波动、政策	
干预与市场效应	吕继宏 赵振全 (55)

2. 一级市场定价分析

中国股票一级市场发行抑价的	
程度与原因.....	陈工孟 高 宁 (73)
新股申购预期超额报酬率的测度及其	
可能原因的解釋.....	王晋斌 (94)

- 中国新股价格行为的短期分析…… 徐剑刚 潘烈 范国祖 (106)
- 上市公司新增发行股票定价合理性
实证分析…… 何旭强 袁国良 (123)

3. 股票二级市场价格与市盈率分析

- 上市公司股权重组问题研究 …… 许均华 李启亚 陈占强 (135)
- 资产重组的市场反应
——1997年沪市资产重组实证分析 … 陈信元 张田余 (150)
- 对中国各行业未来成长能力的实证考察：
一种市场视角 …… 赵宇龙 易琮 (166)
- 股票市盈率中隐含的竞争优势持续期…… 朱武祥 邓海峰 (180)
- 上海证券市场股票收益的持久性
…… 史永东 姜广东 郑则壮 (197)
- 单因素模型与多因素模型
比较研究 …… 张兆国 唐有瑜 韩沧海 (206)
- 控制权转移公司的股票价格
行为研究…… 杨朝军 蔡明超 刘波 (224)

4. 会计信息及其操纵的分析

- 论证券市场中的会计研究：
发现与启示…… 汤云为 陆建桥 (235)
- 中国上市公司合并会计报表
编制现状分析…… 陈信元 朱红军 (254)

会计盈余披露的信息含量

——来自上海股市的经验证据 赵宇龙 (270)

A 股盈余报告的有用性研究

——来自上海、深圳股市的实证

证据 陈晓 陈小悦 刘 钊 (286)

配股权与上市公司利润操纵 陈小悦 肖 星 过晓艳 (301)

中国上市公司利润操纵方法及

防范措施 张学东 徐成贤 宋利军 (314)

5. 公司股利政策效应分析

中国上市公司股利分配的实证研究 魏 刚 (325)

上市公司股利政策的实证分析 吕长江 王克敏 (338)

中国股票市场股利政策信息传递

效应的实证研究 陈 伟 刘 星 杨源新 (353)

6. 资产组合中收益与风险的分析

有效前沿的分析推导及马可维茨判准的

非对称性 张人骥 (371)

投资者风险偏好条件下的最优投资组合分析 尹敬东 (381)

风险度量方法与金融资产配置模型的

理论和实证研究 吴世农 陈 斌 (390)

收益率非规则分布条件下有效风险

度量方法的寻找 李 健 (405)

上海证券市场两资金分离点 M 的实证

研究..... 吴广斌 张宗成 (415)

上海股票市场风险性实证研究 施东晖 (428)

上海股市投资组合规模和风险关系的

实证研究..... 吴世农 韦绍永 (438)

上海股市风险和组合投资实证研究 伍青生 (463)

7. 上市公司治理结构的分析

上市公司的股权结构与绩效..... 孙永祥 黄祖辉 (479)

上市公司股权激励的实证分析及其

相关问题..... 袁国良 王怀芳 刘 明 (494)

上市公司治理结构的实证分析..... 何 浚 (508)

董事长与总经理两职的分离与合一

——中国上市公司实证分析..... 吴淑琨 柏 杰 席酉民 (522)

中国接管市场对改善上市公司治理结构的意义 ... 裴武威 (537)

资本结构与公司治理

——对中国上市公司的实证研究..... 文 宏 (548)

8. 公司融资结构及其成本分析

影响中国上市公司资本结构的因素分析 ... 李善民 苏 赞 (563)

最大化净资产收益率下的最佳资本结构的

理论探讨和实证分析 吴开兵 (584)

中国上市公司融资策略影响因素的实证分析..... 刘 星 (592)

债务融资是否会增加上市企业的融资成本?

..... 陈晓单 鑫 (608)

中国上市公司资本成本的定量研究 沈艺峰 田 静 (623)

9. 当前中国资本市场急需研究的问题

虚拟资本与实质经济关系研究 许均华 高 翔 (637)

股票市场对非流通股比例的价格反应

——兼析释放非流通股对股市冲击

效应及策略 朱武祥 郭志江 (649)

金融衍生产品与中国资本市场的发展 李启亚 (662)

附录 “上市公司与资本市场前沿问题

高级理论研讨会”纪要 (677)

后 记 (685)

1

市场有效性及其波动分析

吴世农

中国证券市场效率的分析*

实践中，投资者都力图获取最大的收益，或追求超出平均收益的收益。从理论上来说，若证券市场上的有关信息对每个投资者都是均等的，而且每个投资者都能根据自己掌握的信息及时地进行理性的投资决策，那么任何投资者都不能获得超额收益。这种市场被称为“有效市场”。由此可见，证券市场效率的高低是衡量证券市场信息分布和流速、交易透明度和规范程度的重要标志，也是证券市场成熟与否的重要标志。在中国，证券市场弱型效率的研究刚开始，取得了一定的经验。目前，对中国证券市场是否达到弱型效率这一问题仍有争议。1994年俞乔在《经济研究》上发表研究上海和深圳股市弱型效率的论文，分析上海和深圳的股市综合指数自1990年12月29日至1994年4月28日的变动趋势，其实证研究表明深、沪市场均不具有弱型效率。1995年，宋颂兴和金伟根在《经济学家》上发表《上海股市市场有效实证研究》一文，认为由于上海股市的发展存在明显的阶段性，应将中国股市分为二个阶段。他们对沪市1993年初至1994年10月的29种股票的周收益率进行了系统的实证分析，结果表明这29种股票价格具有随机游走的特征。因此，结论是上海股市达到弱型市场效率。本文试图在阐述证券市场效率理论和研究方

* 原载《经济研究》1996年第4期。收入本文集时稍作技术处理，本文集所转载的论文，均作类似处理，不再作一一说明。

法的基础上，结合国内外的实证研究结果，对如何认识中国证券市场的效率提出几点看法。

一、全面认识证券市场效率的理论

对证券市场效率理论，一要正确认识各种证券市场效率的经济含义，二要正确认识各种证券市场的相互关系，才能较科学的解释实证研究结论。

证券市场效率一般指的是证券市场调节和分配资金的效率，即证券市场能否将资金分配到最能有效使用资金的企业。后来，威斯特和惕尼克（West & Tinic, 1976）将证券市场效率划分为二类：一是“外在效率”；二是“内在效率”。

所谓外在效率，是指证券市场的资金分配效率，即市场上证券的价格是否能根据有关的信息做出及时、快速的反映，它反映了证券市场调节和分配资金的效率。一个富有效率的证券市场，证券的价格能充分地反映所有的有关信息，并根据新的信息做出迅速的调整，因此证券的市场价格成为证券交易的准确信号。反之，可以说证券市场的外在效率低。

实际上，有两个衡量证券市场是否具有外在效率的直接标志，一是价格是否能自由地根据有关信息而变动；二是证券的有关信息是否能充分地披露和均匀地分布，使每个投资者在同一时间内得到等量等质的信息。显然，价格的变动方式和信息的完整性、时效性影响着证券市场的资金调节和分配效率。若证券价格被人为地操纵和控制、或证券的有关信息没有充分地披露和均匀地分布，或二者兼有，则证券市场就会误导资金流向，阻碍资金流向最急需资金且资金使用效益最好的企业。

所谓内在效率，是指证券市场的交易营运效率，即证券市场能否在最短时间和以最低的交易费用为交易者完成一笔交易，它反映了证券市场的组织功能和服务功能的效率。若证券市场的内

在效率高，则买卖双方能在最短的时间内完成交易，并支付最低的交易费用；反之，可以说证券市场的内在效率不高。

由此可见，实际上有两个主要的明显标志可衡量证券市场内在效率的高低，一是每笔交易所需的时间；二是每笔交易所需的费用。显然，交易时间和交易费用决定了证券的市场流动性。若每笔交易所需时间太长或所需费用较高，或二者兼是，则证券在市场上的流动（交易次数、量和速度）就会受阻，从而影响到投资者根据市场信息改变投资组合的速度和能力，进而影响到市场的外在效率。

1965年，美国芝加哥大学著名教授法玛（E. Fama）在《商业学刊》发表题为《股票市场价格的行为》一文。法玛注意到有关证券市场效率研究的两个关键问题：一是关于信息和证券价格之间的关系，即信息的变化如何引起价格的变动；二是与证券价格相关的信息的种类，即不同的信息对证券价格的影响程度不同。

第一，在证券市场上，信息和价格关系如何呢？理论上，让我们设想一个证券市场上投资者的行为。市场上的投资者总是不断地在搜集有关证券的信息，包括国内外的政治、经济动态、行业发展状况、公司的经营和财务状况及发展前景，等等。紧接着，投资者将采用各种各样的办法迅速地处理这些信息，从而比较准确地判断有关证券的价位、收益率和风险程度。虽然不同的投资者可能采用不同的分析方法处理信息，对同样的信息也可能存在不同的意见，从而做出不同的投资决策，有人高估价位，有人低估价位，但是，由于任何人都不能操纵市场，因此，如果所有投资者都是理性的，他们信息处理方法和分析意见的差异就不可能影响证券价格的系统性发展趋势，而只能引起证券价格的随机波动。所以，在一个有效的证券市场上，由于信息对每个投资者都是均等的，因此任何投资者都不可能通过信息处理获取超额收益。

第二，在证券市场上，不同的信息对价格的影响程度不同，从而反映了证券市场效率的程度因信息种类不同而异。为此，法玛将证券的有关信息分为三类：一是“历史信息”；二是“公开信息”；三是“内部信息”，从而定义了三种不同程度的市场效率。

(1) 弱型效率。弱型效率是证券市场效率的最低程度。如果有关证券的历史资料（如价格、交易量等）对证券的价格变动没有任何影响，则证券市场达到弱型效率。反之，如果有关证券的历史资料对证券的价格变动仍有影响，则证券市场尚未达到弱型率。原因在于：如果有关证券的历史信息与现在和未来的证券价格或收益无关，说明这些历史信息的价值已经在过去为投资者所用，从而说明有关证券的历史信息已经被充分披露、均匀分布和完全使用，任何投资者都不可能通过使用任何方法来分析这些历史信息以获取超额收益。

值得指出的是，在一个达到弱型效率的证券市场上，并不意味着投资者不能获取一定的收益，而是表明，平均而言，任何利用历史信息的投资策略所获取的收益都不可能获得超过“简单的购买—持有”策略所获取的收益。

(2) 半强型效率。半强型效率是证券市场效率的中等程度。如果有关证券的公开发表的资料（如企业公布盈利报告或投资专业机构公开发表资料等）对证券的价格变动没有任何影响，或者说，证券价格已经充分、及时地反映了公开发表的资料，则证券市场达到半强型效率。反之，如果有关证券的公开发表的信息对证券的价格变动仍有影响，说明证券价格对公开发表的资料尚未做出及时、充分的反映，则证券市场尚未达到半强型效率。不难理解，在一个完全自由竞争的市场上，价格的调整取决于供需关系的变化。在新的资料尚未公布前，证券价格基本上处于均衡状态。一旦新的信息出现，价格将根据新的信息而变化。公开信息的速度越快、越均匀，证券价格调整越迅速；反之越慢。如果每