

三友会计论丛 ^第6 _辑

SUNYO ACADEMIC SERIES IN ACCOUNTING

资本市场效率： 理论和经验研究



On the Efficiency of Capital Market:
Theoretical and Empirical Studies

周宏 / 著

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



资本市场效率：

理论和经验研究



周 宏 著

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大 连

© 周 宏 2005

图书在版编目 (CIP) 数据

资本市场效率: 理论和经验研究/周宏著. — 大连: 东北财经大学出版社, 2005. 3

(三友会计论丛·第6辑)

ISBN 7-81084-547-0

I. 资… II. 周… 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 (2005) 第 041623 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

总编室: (0411) 84710523

营销部: (0411) 84710711

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@vip.sina.com

大连海事大学印刷厂印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 148mm × 210mm 字数: 195 千字 印张: 8 1/4

印数: 1—3 000 册

2005 年 3 月第 1 版

2005 年 3 月第 1 次印刷

责任编辑: 朱 艳 刘贤恩

责任校对: 那 欣

封面设计: 冀贵收

版式设计: 孙 萍

定价: 22.00 元



出版者的话

随着我国以社会主义市场经济体制为取向的会计改革与发展的不断深入，会计基础理论研究薄弱和滞后，已经产生了越来越明显的“瓶颈”效应。这对于广大会计研究人员而言，既是严峻的挑战，又是难得的机遇。说它是“挑战”，主要是强调相关理论研究的紧迫性和艰巨性，因为许多实践问题急需相应的理论指导，而这些实践和理论在我国又都是新生的，没有现成的经验和理论可资借鉴；说它是“机遇”，主要是强调在经济体制转轨的特定时期，往往最有可能出现“百花齐放，百家争鸣”的昌明景象，步入“名家辈出，名作纷呈”的理论研究繁荣期和活跃期。

迎接“挑战”，抓住“机遇”，是每一个中国会计改革与发展的参与者和支持者义不容辞的责任。为此，我们与中国中青年财务成本研究会、东北财经大学会计学院联合创办了一个非营利的学术研究机构——三友会计研究所，力求实现学术团体、教学单位、出版机构三方的优势互补，密切联系老、中、青三代会计工作者，发挥理论界、实务界、教育界三方面的积极性，致力于会计、财务、审计三个领域的科学研究和专业服务，以期为我国的会计改革与发展做出应有的贡献。

三友会计研究所的重大行动之一就是设立了“三友会计著作基金”，用于资助出版“三友会计论丛”。它旨在荟萃名人力



作及新人佳作，传播会计、财务、审计研究与实践的最新成果与动态。自 1997 年起，本论丛定期遴选并分辑推出。

采取这种多方联合、协同运作的方法，如此大规模地遴选、出版会计著作，在国内尚属首次，其艰难程度不言而喻。为此，我们殷切地希望广大会计界同仁给予热情支持和扶助，无论作为作者、读者，还是作为评论者、建议者，您的付出都将激励我们把“三友会计论丛”的出版工作坚持下去，越做越好！

东北财经大学出版社



三友会计论丛编审委员会

顾问:

- 谷 祺 东北财经大学会计学院教授, 博士生导师
欧阳清 东北财经大学会计学院教授
冯淑萍 全国人大预算工作委员会副主任, 财政部会计准则委员会秘书长, 教授, 博士生导师
李志文 美国杜兰大学商学院讲座教授, 副院长, 清华大学经管学院教授, 博士生导师

委员 (以姓氏笔画为序):

- 马君梅 台湾东吴大学商学院院长, 教授
王立彦 北京大学光华管理学院会计系教授, 博士, 博士生导师
王光远 福建省审计厅副厅长, 厦门大学会计系教授, 博士, 博士生导师
王化成 中国人民大学商学院副院长, 会计系教授, 博士, 博士生导师
刘永泽 东北财经大学会计学院院长, 教授, 博士, 博士生导师
刘志远 南开大学国际商学院副院长, 会计系主任, 教授, 博士, 博士生导师



- 刘明辉 大连出版社社长，东北财经大学会计学院教授，博士，博士生导师
- 刘 峰 中山大学管理学院会计系教授，博士，博士生导师
- 孙 铮 上海财经大学副校长，会计学院教授，博士，博士生导师
- 宋献中 暨南大学管理学院会计系主任，教授，博士，博士生导师
- 李 爽 中国注册会计师协会顾问，中央财经大学教授，博士生导师
- 张为国 中国证监会首席会计师，上海财经大学教授，博士，博士生导师
- 张龙平 中南财经政法大学会计学院副院长，教授，博士，博士生导师
- 张先治 东北财经大学会计学院副院长，教授，博士，博士生导师
- 张俊瑞 西安交通大学管理学院副院长，会计系教授，博士，博士生导师
- 何顺文 香港中文大学会计学院院长，教授，博士，博士生导师
- 杨雄胜 南京大学国际商学院会计系主任，教授，博士，博士生导师
- 陆正飞 北京大学光华管理学院会计系主任，教授，博士，博士生导师
- 陈毓圭 中国注册会计师协会秘书长，财政部财科所研究员，博士，博士生导师
- 陈国辉 东北财经大学津桥商学院院长，教授，博士，博士生导师
- 陈建明 天健会计师事务所首席合伙人，博士，高级会计师



- 陈信元 上海财经大学会计学院院长, 教授, 博士, 博士生导师
- 陈 敏 国家会计学院教授, 博士, 博士生导师
- 周守华 中国会计学会副秘书长, 北京交通大学教授, 博士, 博士生导师
- 罗 飞 中南财经政法大学会计学院院长, 教授, 博士, 博士生导师
- 郑振兴 美国休斯敦大学教授, 博士
- 赵德武 西南财经大学副校长, 会计学院教授, 博士, 博士生导师
- 夏冬林 清华大学经济管理学院会计系教授, 博士, 博士生导师
- 秦荣生 国家会计学院副院长, 教授, 博士, 博士生导师
- 徐林倩丽 香港理工大学工商管理学院院长, 会计学系讲座教授, 博士
- 黄世忠 厦门国家会计学院副院长, 厦门大学会计系教授, 博士, 博士生导师
- 谢志华 北京工商大学副校长, 教授, 博士
- 蔡 春 西南财经大学会计学院院长, 教授, 博士, 博士生导师
- 薛云奎 长江商学院副院长, 上海财经大学教授, 博士, 博士生导师
- 魏明海 中山大学管理学院会计系教授, 博士, 博士生导师
- 戴德明 中国人民大学会计系主任, 教授, 博士, 博士生导师



序

一

在 20 世纪的后 20 年中，党和政府坚持改革开放，广泛调动一切积极因素，保证了国民经济的持续、快速、稳定增长，成功实现了现代化建设的前两步战略目标。在此基础上，党的十六大提出了全面建设小康社会，以及经济总量在 20 年内再翻两番的战略目标；党的十六届三中全会通过了《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》，对资本市场发展做出了部署，为资本市场改革开放和稳定发展指明了方向。

2004 年年初，《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》颁布，这是国务院首次就发展资本市场的作用、指导思想和任务进行全面明确的阐述，对发展资本市场的政策措施进行整体部署。这些决议和文件的颁布，凸现了发展资本市场在我国经济建设中的战略地位和重要意义。

资本市场的战略地位和重要意义是由资本市场在经济中的作用决定的。一般说来，资本市场对我国经济可以起到下述作用：第一，可以促进资本形成。资本市场通过发行股票、债券等形式，把分散的小额资本集中到使用者手中，把短期社会资金有效转化为长期投资，从而实现社会化筹资和社会化大生产。第二，资本市场价格反映了资源的相对稀缺程度，通过资金在资本市场上的流动，可以优化资源配置，推动经济结构调整。第三，可以完善公司治理机制，推动国有企业改革，实现经济的结构调整和



战略性改组，加快非国有经济发展。第四，资本市场的完善有利于形成合理的价格形成机制，促进企业的健康发展，从而导致总体经济中直接融资比例增加，形成不同的金融市场结构，最终提高金融市场效率，维护国家金融安全。

我国资本市场从无到有，经过 10 多年的发展，取得了巨大成就，突出表现在市场容量不断扩大、交易品种不断增加、交易手段不断创新、清算体系不断完善、法规建设不断健全、监管措施不断规范上。资本市场已经成为社会主义市场经济体系的重要组成部分，为国有企业及金融市场改革和发展、优化资源配置、促进经济结构调整和经济发展，做出了重要贡献。资本市场在国民经济生活中扮演着越来越重要的角色，发挥着越来越显著的作用。

但是，我国资本市场是经济体制改革的产物，是体制转轨时期的新兴市场，建立初期不可避免地会存在改革不配套、制度设计不完善等诸多问题。尽管经历了 10 多年的发展，资本市场还不能充分适应经济改革和经济发展的要求，还存在一些深层次问题和结构性矛盾。比如，市场主体的治理结构尚不规范，影响市场透明度和规范化运作水平；市场的结构和功能还不健全，影响了资源配置效率；一些历史遗留问题尚未解决，影响投资者的预期。这些问题有些是市场发展初期遗留下来并在市场规范化进程中暴露出来的；有些是在体制转轨时期改革不配套、制度不衔接、观念调整不到位造成的；有些是新兴市场发展中市场体系、产品体系不健全而难以避免的。这些问题总体上属于发展中的问题，必须在进一步推进资本市场改革和发展中逐步加以解决。

针对上述资本市场在发展中的问题，《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》中指出，推进资本市场改革开放和稳定发展的任务是：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。要围绕这一目标，建立有利于各类企业筹集资金、满足多种投资需求和富有效率的资本市场体系；完善以市场为主导的产品创新机制，形成价格发现和风险管理并举、股票融资与债券融资相协调的资本市场产品结构；培育诚实守信、运作规范、治理机制健全的上市公司和市场中介群体，强化市场主体约束和优胜劣汰机制；健全职责定位明确、风险控制有效、协调配合到位的市场监管体制，切实保护投资者合法权益。

由此可见，我国资本市场发展的关键是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。效率指的是资本市场体系满足其在经济发展中的各种作用的程度。如果资本市场是富有效率的，那么资源配置就会得到优化，国有企业改革就会得到推进，非国有经济发展就会得到加快，企业法人治理结构就会得到完善，经济结构会得到优化，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是最优的，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是否充分发挥效率来衡量，资本市场发展与否应该用资本市场的效率是否提高来判断。

周宏同志的专著《资本市场效率：理论和经验研究》从战略性的前瞻高度出发，在系统研究资本市场效率理论的基础之上，对我国资本市场效率的各方面进行了经验研究。作者认为资本市场效率包含微观效率和宏观效率，前者主要包括资本市场配置效率、结构效率和运行效率。这些效率的提高最终反映为资本市场效率的提高。这些具体的判断指标和经验研究结论为研究如



何提高资本市场的效率给出了具体切入点。

此外，周宏同志还在经验研究的基础之上，从与资本市场效率关系密切的几个方面出发，阐述了提高资本市场效率的措施和建议。这些措施和建议具有前瞻性和可操作性，令人欣喜的是，其中某些意见和建议已经得到采纳。

当前，大力发展资本市场的任务十分紧迫和繁重。不仅要扩大资本市场规模，使其容量适应经济发展的要求，还要加强资本市场建设，强化资本市场功能，建立多层次的资本市场体系，满足不同的融资需求。要尽快完善资本市场结构，包括完善上市公司结构，使上市公司多元化；完善投资者结构，大力发展机构投资者，拓宽合规资金入市渠道；完善股权结构，在保护流通股股东利益的基础上，妥善解决困扰市场发展的股权割裂问题。此外，还要丰富资本市场产品，积极拓展债券市场，稳步发展期货市场。

在处理上述复杂的任务时，如果能够紧紧抓住提高资本市场综合效率这一中心，各项政策措施围绕这一中心展开，那么，资本市场的发展就会有章可循，不断前进。周宏同志的这本专著是她的博士论文，把理论研究和经验研究结合起来，是其重要特色，书中的某些观点富有新意，对于全面、深入、系统研究资本市场效率理论以及中国资本市场效率实践问题，都是十分有益的。

王义元
1997.12.14



序 二

众所周知，改革开放以来的我国经济保持了长期高速增长。伴随着经济的增长，资本市场也从无到有，逐步发展和壮大起来。但是，人们对于资本市场的认识，自它诞生那天起，就充满了争议；而且在可以预见的不久的将来，这种争议还将继续下去。这不仅因为资本市场是一个新生事物，而且资本市场的发展始终是与特殊的经济转轨和经济发展这样一个历史背景紧紧关联在一起的。

作为一个发展中国家，作为一个转轨国家，我国资本市场担负着双重的历史责任。一方面，资本市场作为金融体系的重要组成部分，承担着完善金融体系，调控资金供求，实现资金的有效配置，进而促进产业结构调整，保持宏观经济稳定的任务。这是一般国家资本市场的应有作用。另一方面，资本市场作为经济转轨中的一项制度创新和制度安排，以其特有的价格发现、信息传递等功能，形成了促进经济体制转型的一项重要机制。作为该种机制的资本市场，在促进国有企业改革、推动企业产权多元化、完善公司治理结构、改革投融资体制等方面，都发挥着积极的作用。

但是，我国资本市场在发展中和在经济转轨或资源配置中到底发挥了什么样的作用？其资金配置的效率到底如何？为什么人们对资本市场存在着如此多的争议？这一系列问题，在我国这样



一个处于转轨经济并且不断强劲发展的大国中，具有更多的紧迫性和现实意义。从根本上讲，出现上述现象的原因是多方面的，既有制度不健全方面的因素，也有经济发展具体历史阶段的因素，譬如资本市场的任务和发达国家资本市场的任务还有所区别，上市公司的治理结构还不完善，投资者的素质还不令人满意等。

针对上述一系列问题，作者从另外一个角度为我们提供了分析和评价我国资本市场发展的一个框架，也就是在效率的框架下来研究资本市场的发展问题。本书以资本市场效率的考察和促进为中心，采用从理论研究到实证分析和实践应用的研究逻辑，对资本市场的微观效率和宏观效率进行了一定的理论和实证研究，然后研究了资本市场的不同方面，包括市场监管、信息和市场创新与资本市场效率的关系，并给出了提高资本市场效率的具体措施和建议。

总地看来，本书的研究方法规范，资料翔实，逻辑清晰，理论紧密联系实际。最可贵的是，全书得出很多有意义的结论和建议。例如，作者认为我国资本市场存在一定程度的配置效率，但有时候价格信号对市场事件的反映是歪曲的。这种表现和西方发达国家的表现是截然相反的，并分析了出现这种现象的原因。从宏观效率上看，资本市场的发展和表现与宏观经济的关系还不是十分密切，这反映了资本市场的宏观传导机制的不完善。结构效率和运行效率的研究表明，通过积极建立多层次的资本市场体系，以及降低资本市场的运行成本，主要包括印花税和佣金，将会极大提高资本市场的效率水平。这些基于资本市场现实情况的分析具有很重要的实践意义。

综观全书，有以下几个特点：第一个特点是，本书将资本市场效率理论系统化梳理，并按照标准的学术研究规范应用于我国资本市场的分析。本书不仅把资本市场的效率区分为微观效率和



宏观效率，又将微观效率区分为配置效率、结构效率和运行效率，而且针对我国资本市场的发展现状，对上述效率进行了实证研究，得出了自己的结论。对资本效率理论的系统研究显示出作者较深的理论研究能力。

其次，对我国资本市场效率现状的分析显然不是本书作者的唯一研究重点，作者还对资本市场的若干方面和效率的关系进行了研究，并提出了政策建议。作者选择的三个方面，包括市场监管、信息和市场创新，都是目前资本市场发展中亟待完善的问题。相信这些问题的解决，有助于资本市场效率的提高。这是本书的第二个特点。作者在分析中提出了不少深刻的见解。例如，作者认为，资本市场监管中的公平和效率并不是一种矛盾，而是一种相互促进的关系，这是因为资本市场的效率定义并不同于一般的经济效率。

本书的第三个特点是结构紧凑，研究逻辑框架清晰。每一个问题，都遵循了理论分析、实证检验和提出建议这样的基本框架。这样的清晰的框架结构能够使读者一目了然，也是一种值得提倡的研究方法。

此外，作者还针对资本市场的若干方面提出了不少改进资本市场效率的建议。例如，作者认为，资本市场的创新可以极大地促进资本市场效率的提高，而且作者特别分析了资本市场制度创新对效率提高的影响。这和其他一些研究指出制度缺陷对我国资本市场发展的制约作用是不谋而合的。作者还分析了资本市场中信息对效率的影响，提出必须通过信息披露的规范透明来提高资本市场效率。联系到最近资本市场若干上市公司通过延迟信息披露进行内幕交易以谋取额外收益的报道，可以看出作者分析的实践应用性很强。

在今后一段时期中，我国将致力于完善社会主义市场经济体制，通过新的体制来促进经济的良性健康发展。资本市场机制作



为市场经济体制的重要组成部分，其发展和完善的程度不仅直接关系到社会主义市场经济体制的完善程度，而且直接关系到金融体系改革的成败，进而关系到经济体制的建设。周宏同志一直关注经济改革，尤其关注资本市场的发展，现在研究成果以专著的形式面世，是一件非常值得祝贺的事情。希望作者在学术研究的同时，进一步密切关注资本市场发展，关注经济改革和经济发展，不断推出高质量的研究成果，做出更大的贡献。

谷浩

2004年1月6日于为远



目 录

1 导 论	1
1.1 选题思路与研究现状	1
1.2 资本市场效率的定位和界分	9
1.3 本书研究范围与结构安排	13
1.4 研究分析方法	17
1.5 创新与不足	18
2 资本市场配置（定价）效率理论	20
2.1 资本市场配置效率理论	20
2.2 有效市场理论的由来	24
2.3 国内外经验研究概述	29
2.4 有效市场理论的新发展以及思考	37
3 资本市场配置（定价）效率的实证分析	44
3.1 弱式效率检验：上海股票市场 CAPM 的实证分析 ..	44
3.2 半强式效率检验：上海证券市场年报公布的市场 效应分析	55
3.3 关于强式有效检验的思考	64