



上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

二〇〇二年第一輯

SSEResearch

上 证 研 究

1

《上证研究》2002 年第1輯

- (1) 价值创造、金融体系和经济增长
- (2) 证券市场内幕交易监管：基于法和金融的研究
- (3) 沪市集合竞价交易行为实证研究

復旦大學 出版社

上 证 研 究

二〇〇二年第一辑

上海证券交易所研究中心

復旦大學 出版社

图书在版编目(CIP)数据

上证研究. 2002 年. 第 1 辑 / 上海证券交易所研究中心编. —上海: 复旦大学出版社, 2002. 12
ISBN 7-309-03502-X

I. 上… II. 上… III. 证券交易—资本市场—研究—中国—2002 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 099406 号

出版发行 复旦大学出版社

上海市国权路 579 号 邮编:200433

86-21-65118853(发行部); 86-21-65642892(编辑部)

fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

经销 新华书店上海发行所

印刷 江苏句容市排印厂

开本 787×1092 1/16

印张 20.5

字数 434 千

版次 2002 年 12 月第一版 2002 年 12 月第一次印刷

印数 1—3 050

定价 35.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

主 编：朱从玖

副 主 编：方星海 胡汝银

编委会成员：施东晖 刘 逖 傅 浩 卢文莹

张卫东 王风华

有关图书等信息.....

.....

定价等信息.....

.....

《上证研究》Vol. 1 No. 1

价值创造、金融体系和经济增长..... 1

南开大学证券与公司财务研究中心课题组

证券市场内幕交易监管:基于法和金融的研究..... 247

施东晖 傅 浩

沪市集合竞价交易行为实证研究 291

刘 逖 攀 登

价值创造、金融体系和经济增长*

引 言..... 4

第一部分 宏观研究·中国 GDP 数据的可信度
及增长的可持续性

第 1 章 中国 GDP 数据的可信度及增长的可持续性..... 21

1.1 按支出法估计的 GDP:对官方数据的一个印证 22

1.2 GDP 增长和其他生产资料的关系 23

1.3 从收入法 GDP 看“悖论”的根源 27

1.4 宏观经济增加值分析..... 31

1.5 结论..... 36

第二部分 中观研究·金融资产总量、结构和运行效率

第 2 章 中国金融资产总量和结构分布 49

2.1 研究文献回顾..... 50

2.2 中国金融资产总量和结构..... 50

2.3 1990 年代中期以来中国金融资产的变化趋向 53

第 3 章 中国银行体系创值能力 57

3.1 中国银行体系绩效分析——传统财务指标方法..... 57

3.2 中国银行体系创值能力分析——EVA 方法 62

3.3 中国银行体系资金配置效率..... 75

第 4 章 中国债券资金运营效率 80

4.1 国债与经济增长..... 80

4.2 国债“挤出效应”的检验..... 85

4.3 国债项目的运营效率..... 88

4.4 企业债券运营效率分析..... 89

第 5 章 股票二级市场运行效率 91

* 本文系上海证券交易所第四期联合研究计划课题报告。
南开大学证券与公司财务研究中心课题组
主笔:张 新 副主笔:蒋殿春
学术指导:方星海 冼国明 胡汝银
课题组成员:陈昌华 David M. Glassman 高 莉 张耀坤 孙胜权 胡翔宇

5.1 市场有效性假设(EMH)检验	91
5.2 市盈率	98
5.3 MVA 与 EVA 的相关性	102

第三部分 微观研究·上市公司价值创造能力

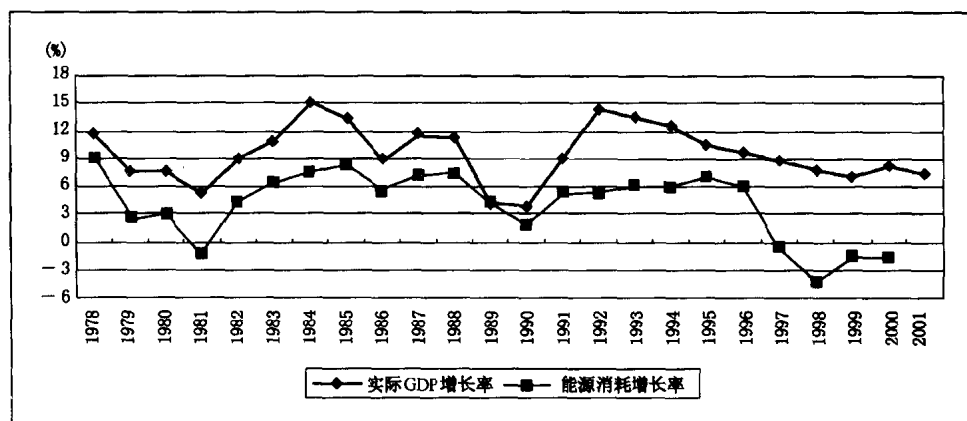
第6章 理论体系:企业绩效测评	113
6.1 传统财务指标	113
6.2 国外两种流行的公司业绩综合评价方法	116
6.3 国内有关上市公司经营业绩综合测评方法	120
6.4 经济增加值	126
6.5 本课题的绩效评估核心指标	131
6.6 资本成本的估计	133
第7章 中国上市公司经营绩效	140
7.1 上市公司 EVA 回报率的整体表现	141
7.2 上市公司 EVA 回报率表现的原因	144
7.3 上市公司社会 EVA 回报率整体表现	150
7.4 按上市年度分组的 EVA 回报率和社会 EVA 回报率	153
7.5 行业绩效排名	156
7.6 基于 ROA 和 ROE 的分析	168
7.7 其他财务比率	170
附录 上市公司 EVA 回报率计算的具体细节	178
第8章 上市公司效率与若干重要因素的关系	183
8.1 行业股权融资情况与 EVA 回报率的关系	183
8.2 再融资与 EVA 回报率的关系	188
8.3 资本结构、股本结构与 EVA 回报率	191
8.4 并购重组是否创造经济增加值	194
8.5 结论	200
第9章 非上市企业绩效及其与上市公司的比较	202
9.1 财务指标及计算技术	202
9.2 非上市公司 EVA 回报率及社会 EVA 回报率	208
9.3 非上市公司与上市公司的绩效对比	212
9.4 其他财务指标的比较	217
9.5 结论	222
附录 上市和非上市公司主要绩效指标的行业比较	223
第10章 中外上市公司业绩比较	228
10.1 2000 年	228
10.2 1996—2000 年	231

10.3 各国上市公司微观绩效与宏观经济的关系.....	234
10.4 结论.....	237
第 11 章 微观部分总结	239
参考文献.....	242

引言

美国匹茨堡大学教授 Rawski 在 2001 年发表的一篇论文,引起了国内外对中国 GDP 增长数据真实性问题的广泛关注。其实,对中国不同时期经济增长数据真实性的质疑和讨论在此之前就有不少,如 Wu (2002)、Maddison (1998)、Ren (1997)及孟连和王小鲁(2000)等。只是,Rawski(2001)使用了较为简单但非常直观的数据比较和推理,而且矛头直指最近几年的经济数据,使其论点平添了几分影响力。譬如,Rawski 认为中国官方公布的数据难以令人信服的一个重要论据是,1990 年代中国经济高速增长与能源消耗增长之间存在不一致性。这的确是事实,只要看图 0-1 就会一目了然:在 1990 年代之前,中国 GDP 增长与能源消耗增长表现出的变化趋势基本上是一致的;但 1990 年代初开始,两者却有完全不同的表现,不仅是 1992—1994 年间经济高速增长与能源消耗平稳增长之间存在明显反差,更难以解释的是 1997 年至今 GDP 增长率维持在 7%以上,而能源消耗却一直是负增长,其中 1998 年情况最为严重,能源消耗萎缩了 -4.1%。

除了能源消耗与经济增长速度不符,Rawski 还从出口、各部门产量、居民消费和就业等方面论证了中国经济增长数据的可疑性,并提供了一套对中国实际 GDP 增长速度的估计,按此估计中国 1998—2001 年累计增长率只是 0.4%—11.4%,这与我国官方公布的同期累计增长率 34.5%相差甚远。

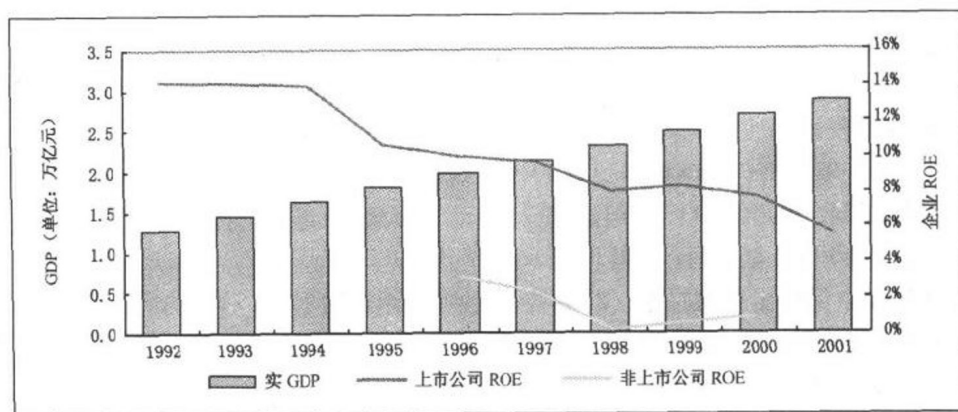


数据来源:《中国统计年鉴》1978—2001;2001 年 GDP 数据来自《中国统计摘要》2002。

图 0-1 中国 GDP 增长与能源消耗增长比较

中国经济的真实状况如何,增长数据有无水分? 如何解释不同数据之间的冲突现象? 如果这些年中国经济高速增长是真实的,一个更为难解同时也更为

重要的问题又出现了:在经济高速增长的同时,为什么国内企业业绩又会逐年下滑?图 0-2 显示,近年来我国宏观面向好与微观盈利持续恶化之间形成鲜明的对比,两者间的“悖论”现象似乎毋庸置疑。那么,人们不禁要问,中国经济的高速增长来源于何方?中国经济的增长点又是什么?更为关键的问题是,如果宏观和微观果真存在这么大的差距,中国经济的高速增长又能否持续下去呢?这些问题之所以重要,是因为缺乏微观支持的增长不仅无法持续,而且可能对经济发展产生危害;当联结宏观和微观经济的金融体系无法顺解两者不断聚集的矛盾的情况下,一个国家的经济将会变得非常危险,这在 Pomerleno and Zhang (2000)关于亚洲金融危机前十年中亚洲新兴市场国家的高速增长的研究中已作了深刻的揭示。



注:GDP 按 1978 年不变价格计算,数据来自《中国统计年鉴》2001 和《中国统计摘要》2002;上市公司和非上市公司 ROE 数据为作者根据报告微观部分描述的两个企业样本计算。

图 0-2 中国 GDP 与上市公司净资产收益率

本课题力图分别从宏观、中观和微观三个方面,对上述一系列问题进行系统性的实证研究和深入的探讨。我们的目的不是简单地对国际社会的质疑进行回应,更重要的是重新定位中国企业的微观经营绩效,梳理中国金融体系中资金流向和效率,挖掘中国经济可持续发展的源泉,理清中国宏观经济增长与微观企业以至金融体系之间的关联关系。相应地,本课题研究报告由三个各自独立但却又相互关联的部分组成。

第一部分:宏观研究·中国 GDP 数据的可信度及增长模式的可持续性

从 GDP 计算体系和经济增加值(EVA)分析方法着眼,对近年来中国经济增长速度及其与企业微观绩效之间的关系进行了理论和实证性的分析。

第二部分:中观研究·金融资产总量、结构和运行效率

考察中国金融资产的总量和结构分布,在此基础上,重点探讨银行体系、股票市场和债券市场的创值能力和资金运用效率。

第三部分:微观研究·上市公司价值创造能力

由上市公司的价值创造入手,从理论和实证两方面客观地评价中国上市公司经营绩效;并结合另外两个子报告的研究结果,分析中国资本市场运行效率,揭示中国经济增长之源。

下面分别对这三个部分的研究思路、方法以及主要结论进行说明。

第一部分:宏观研究·中国 GDP 数据的可信度及增长模式的可持续性

1. 研究目标

本部分的研究目标主要有两个:第一是验证官方 GDP 数据的真实性,第二是通过经济总量数据分析初步考察宏微观经济之间的矛盾现象。

2. 研究思路和方法

对于 GDP 数据的真实性问题,我们从两个方面对其进行验证:(1)在 GDP 支出法计算体系中,以我国公布的月度数据为基础,对 GDP 进行了估计,并将其与官方公布的 GDP 数据比较;(2)利用我国经济的历史数据,计算主要生产资料与 GDP 增长的弹性,考察其是否存在西方批评者宣称的那种稳定关系。

对于宏观经济与微观经济之间的悖论现象,也从两个层面进行研究:(1)通过考察中国收入法 GDP 四个组成部分(劳动者报酬、固定资产折旧、生产税净额和营业盈余)的份额,并比较其他国家的情况,解释企业不良盈利状况无法在 GDP 数据中反映出来的原因;(2)借鉴企业绩效评价的 EVA 分析方法,构建适用于国民经济账户的宏观 EVA 回报率指标,将资本成本因素纳入分析。

3. 主要结论

首先,除了 1998 年以外,1996—2001 年间中国的经济增长数据基本上都是可靠的,Rawski (2001)对中国经济增长速度的质疑大部分都是站不住脚的。其次,中国宏观经济的高速增长和反映企业经营效益的财务指标的恶化同时出现,主要原因缘于利率的下降和近年来的过度投资,另一方面也与中国高流转税率所引起的政府重视增长而忽视效益的激励机制有很大的关系。EVA 分析结果表明,由于资金成本持续下降,中国全社会的经济增加值在过去几年间是有所改善的,但一直在负值区运行。寻找可持续的经济增长模式和激励机制,是未来中国政府应该关注的重点。

4. 章节安排

宏观研究部分在本报告中为第 1 章,分析共分五节,具体内容如下:

1.1 节首先利用出口和零售总额等按月公布的经济数据,依照支出法推算各年“GDP 增长指数”,并将其与公布的名义和实际 GDP 增长数值进行比较;继而,对 GDP 估算中的月度数据进行了需求类和供给类划分,讨论了其本身的可信性。

1.2 节重点研究了 GDP 与主要生产资料间关系,以解释 GDP 与能源等生产资料增长速度间的差异。利用历史数据,我们计算了能源和钢铁等主要生产资料的生产和消费对 GDP 的弹性,否定了 GDP 增长与能源等生产资料增速必

然保持一致的断言。

1.3 节通过考察收入法 GDP 的构成内容,分析我国宏观经济强劲增长与企业微观绩效低下的“悖论”。这一部分主要通过收入法 GDP 及政府收入的国际比较,揭示我国与其他国家(地区)间 GDP 内部构成的差异,对造成这种差异的原因进行了详细分析。

1.4 节对中国企业的微观效率进行了深入探讨。借鉴企业价值创造能力的 EVA 分析方法,我们构建了适用于国民经济账户的宏观 EVA 回报率指标,将资本成本纳入分析,从另一角度强化了 1.3 节的分析结论。

1.5 节是全章的总结。

第二部分:中观研究·金融资产总量、结构和运行效率

1. 研究目标

中国经济的高速增长能否长期维持下去,中国经济可持续发展模式的中观基础是什么,仅局限于宏观研究显然是不够的。金融体系在一国经济体中,承担着金融资源的聚集和配置作用,因此,金融体系的资源配置效率在很大程度上决定和影响着整个经济体系的资金运营效率,也决定和影响着微观企业的资金运用效率。因此,在中观层面对我国金融体系的效率进行深入分析显得非常必要。

本部分的研究目标是回答下面的问题:中国经济的社会资金配置结构如何,金融体系的资源配置效率如何,金融体系是否在创造价值?金融体系的发展是否在向着效率提升、资源优化的方向推进?不同资金的使用者是否都在创造价值?

2. 基本分析思路

为了回答上述问题,本课题中观部分即从金融角度,在分析中国金融资产总量、结构分布的基础上,选择银行体系、股票市场、债券市场(国债和企业债)三个方面,运用 EVA 分析方法和基本计量分析工具,对价值创造、配置效率和资金利用效率等内容进行较为详尽的绩效分析,检验是否创造价值,资金利用效率是否有效,是否持续地推进了经济的高速增长。

3. 基本结论

总体结论有四点:

(1) 中国金融资产结构是以货币资产为主,股票资产和债券为辅。其中,货币资产占总金融资产总量的 79%,股票资产和债券合计占 21%。

(2) 研究显示,银行体系 EVA 回报率为负值,说明银行体系不创造价值。将银行体系细分为上市银行和非上市银行,在 1996—2000 年期间,上市银行 EVA 回报率均为正值,SEVA 回报率为正值;非上市银行 EVA 回报率均在零线下运行,SEVA 回报率也在零线下运行。说明,上市银行创造正的价值,也产生正的社会效应。而非上市银行在毁灭价值。

(3) 国债拉动国内需求,刺激经济增长;但另一方面,也产生了对民间投资的“挤出效应”。国债项目亦存在资金挪用、挤占等现象。

(4) 中国沪、深两地的股市效率介于美、日与亚洲其他国家和地区之间,同时股市效率正逐渐变强,一年期有效性早已达到,而中长期有效性也正在逐渐逼近。

具体从以下几个方面来说明:

第一,中国金融资产总量得到快速提高,与 GDP 相比,从 1993 年的 1.11 已经增长到 2001 年的 2.10,提高一倍左右。中国金融资产结构分布,仍以银行体系的货币资产为主,占金融资产总量的 79%,股票资产和债券资产合计共占 21%。说明我国目前仍是以银行为主体的金融体制。从中国金融资产结构变化来看,银行体系的货币资产在金融资产总量的占比从 1993 年的 91%逐步下降到 2001 年的 79%,股票资产和债券资产合计的占比从 1993 年的 9%上升到 2001 年的 21%(见图 0-3)。

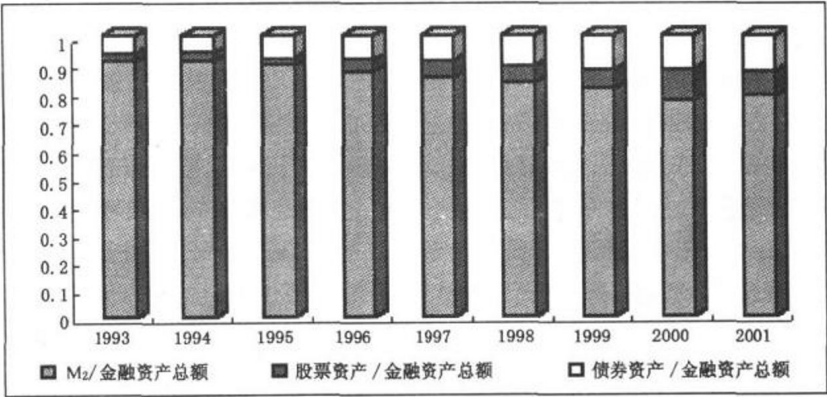


图 0-3 中国金融资产结构分布

第二,1996—2000 年,银行体系整体 EVA-SPREAD 水平是负的。1996 年是最高,为-1.0%,1997 年为最低,-13.2%,1998 年 1999 年两年为回升状态,2000 年再度掉头下滑。银行体系的社会 EVA 回报率走势与 EVA-SPREAD 较为一致,基本也是在零线水平之下运行。上市银行 EVA 回报率为正值,非上市银行 EVA 回报率为负值,说明上市银行整体的创值能力要好于非上市银行(见图 0-4)。

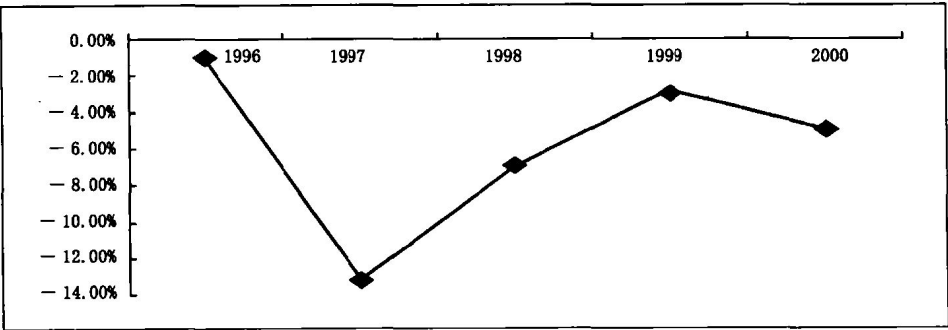


图 0-4 中国银行业 EVA 回报率

另外,在所有非上市银行中,需要着重说明的是,由于四大国有商业银行的绝对权重,银行体系的整体表现不得不要受到其较大影响。四大国有商业银行的 EVA 回报率和 SEVA 回报率均排在整个银行体系的最后,可以说,不仅没有创造价值,而且还在毁灭价值(见图 0-5)。

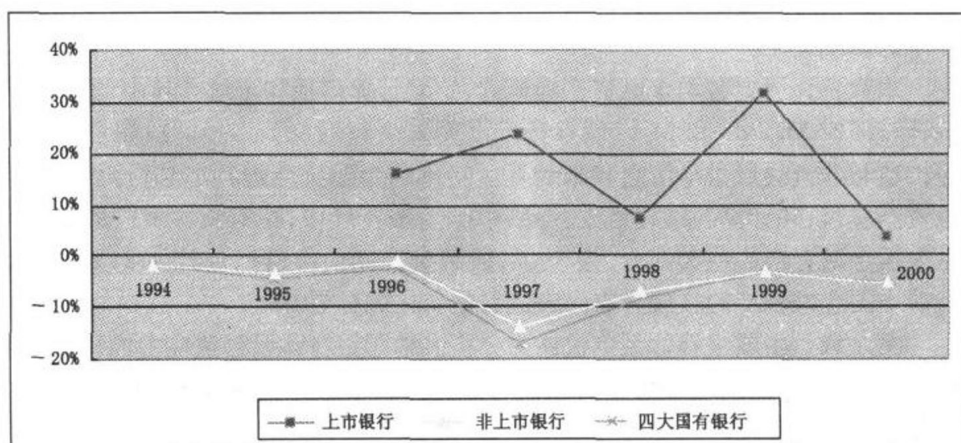


图 0-5 各类银行 EVA 回报率比较

第三,国债对经济增长具有正向促进效应。1997—2000 年以来,国债拉动国内需求,刺激经济增长,历年对经济增长的贡献度大致为:1997 为 8.83%、1998 年为 10.91%、1999 年为 13.83%、2000 年为 12.23%。国债刺激经济增长的同时,也对民间资本投资产生了“挤出效应”,这将逐渐抵消掉国债对经济增长的正向作用。同时,国债项目本身亦存在资金挪用、挤占等现象,建议国债政策的使用要审慎地保持在一个适度范围内。

第四,企业债券由于发展的局限性,带有了一定程度的“准国债”性质。

第五,中国沪、深两地的股市效率介于美、日与亚洲其他国家和地区之间,同时股市效率正逐渐变强,一年期有效性早已达到,而中长期有效性也正在逐渐逼近。考虑到中国宏观经济增长速度等因素,沪深股市平均市盈率在大多数年份并不算太高。与成熟股市相比,虽然我国上市公司的当前营运业绩对其市值的解释力较低,但仍然达到了相当的水平,说明国内市场在判断公司价值时没有脱离公司的基本面情况,而且对上市公司未来业绩的预期基本上与 GDP 增长速度相吻合。

4. 章节安排和各章主要内容

本报告第 2—5 章为中观部分的研究。第 2 章重点探讨了中国金融体系的资源配置现状和变化方向,是后文的铺叙。从第 3 章开始,依次重点分析了银行体系、债券市场和股票市场的价值创造能力、对经济增长的贡献作用以及资金运用效率等相关内容,这是中观部分的核心和主要内容。以下简要介绍各章的主要研究内容。

第 2 章 中国金融资产总量和结构分布。本章作为中观部分的开篇,重点

描述和分析中国金融体系的资源配置现状和变化方向。中国金融体系的资源配置现状分析主要包括计算中国金融资产总量和中国金融资产配置格局分布,意在探讨中国金融体系的资源配置目前是否处于优化状态;中国金融体系资源配置的变化方向主要分析 1990 年代以来,银行体系、股票市场和债券市场的资金在不同部门行为发生变化的情况下所产生的资金流出与流入,及其对不同金融资产的影响结果。

本章首先界定各类金融资产的概念,定义计算口径和方法。其中,货币资产统计口径有 M_0 、 M_1 和 M_2 。债券资产以期末余额为统计口径。股票资产以流通市值与非流通股份净值之和来计算。将不同金融资产进行加总,得到中国金融资产总量,并计算其结构组成,得到中国金融资产中,持有货币资产的银行体系占据金融资产的绝大部分,为 79%,股票资产和债券资产合计为 21%。说明目前中国金融资产的格局分布尚未达到最优化的配置。

第 3 章 中国银行体系创值能力分析。中国银行体系创值能力的分析主要在传统财务指标和 EVA 分析方法两方面进行。本章首先整体上描述了中国银行体系的基本结构。通过计算银行业资产的集中度大小,定性了中国银行业是典型的寡头垄断市场格局。

其次,运用传统财务指标分析中国银行体系的基本经营状况。从资产总额和利润总额的比较分析中得出:1990 年代中期以来,我国银行体系总体特征呈现利润、增加值和效益都逐年下降的同时,银行业的资产规模逐年递增。作为国民经济的重要组成部分,国有商业银行在利润逐年下降的同时,规模扩张仍在持续增长,这降低了整个银行体系的资源配置效率,萎缩整个银行体系对经济增长贡献的作用。这一特征与我国宏观经济增长方式和增长特征不谋而合,验证说明了目前我国经济仍然主要处于粗放经营阶段,经济增长方式由数量型向集约型转变仍将是当前与今后经济工作的一个核心内容。

除此以外,还考察了银行体系的资产收益率、净资产收益率等传统财务指标。分析表明,国有商业银行的净资产利润率远远低于其他商业银行,1999 年其他商业银行的净利润率是国有商业银行的 3 倍,1995 年为 12 倍。为了避免新设银行所带来的优惠税率对计算结果的影响,我们将国有商业银行的税收作同等优惠后,结果则更进一步验证了这一判断:国有商业银行资金利用效率远低于其他商业银行。

再次,运用 EVA 方法分析中国银行体系的创值能力。EVA 分析的核心指标是 EVA-SPREAD 和社会 EVA 回报率。我们分别计算了整体银行业的 EVA-SPREAD 和社会 EVA 回报率,同时,也对上市银行和非上市银行 EVA-SPREAD 和社会 EVA 回报率进行分别论述和比较分析。根据 EVA 回报率和社会 EVA 回报率来看,中国整个银行体系在 1996—2000 年间,银行整体经营绩效没有创造正的价值,甚至也没有正向的社会效益。但考虑到由于四大国有商业银行绝对权重的影响,对国有商业银行的 EVA 进行了单独分析。

结果显示,国有商业银行和其他商业银行的创值能力和社会创值能力上已经出现较大的分化,国有商业银行的低效率运作已经不能再忽视了。

最后,分析中国银行体系的资金配置效率。分析思路是:如果银行体系的资金运用途径与不同途径的资金回报率之间呈正比,则可以说明中国银行体系在资金运用方面是遵循效率原则的。分析结果说明,1990年代中期以来,中国银行体系资金运用格局的变化与资产间收益率的变化呈现一致性,因此可以说,中国银行体系正在逐步改变自身的资金配置格局,以逐渐提高资源配置的效率。

第4章 中国债券资金运营效率分析。债券市场运营效率重点考察了国债和企业债。对国债运营效率的考量主要包括如下内容。

首先,探讨国债对经济增长的贡献作用。直接分析国债与经济增长间关系,不仅显得太过武断,而且不能揭示其中的作用机理。因此,为了分析国债对经济增长的作用,我们首先探讨了财政支出的两种结构,即经常性支出和资本性支出对经济增长的不同作用。分析方法运用计量中相关分析、因果分析和回归分析方法,得到资本性支出和经常性支出对经济增长的不同贡献度,其中资本性支出对经济增长的贡献度要大一些。由于国债项目多是基本建设和基础设施等的资本性支出,因此,在前述分析基础上,进一步得到国债对经济增长的贡献作用。结果显示,近年来,国债对经济增长的贡献度为8%—12%之间。

其次,检验国债是否存在“挤出效应”。自从1998年开始积极财政政策以来,国债是否存在“挤出效应”几乎成为积极财政政策是否应该“淡出”的主要争论焦点。这里,作为债券运营效率分析的一个主要方面,我们主要运用相关计量分析方法,得出:政府债券的增长并没有同向带动私人信贷量的增长,反而引致了私人信贷量增长率的下降。说明政府债券的过量发行,确实会对私人投资产生“挤出效应”。其中,两者间的关系为:当政府债券每增加1.00元时,会引发私人信贷量减少0.02元。当前,我国国债发行余额为5100亿元,按照以上分析,自1998年我国私人信贷累计减少了约100亿元左右,占1998年全社会固定资产投资总额的0.36%。如果当年经济增长速度为8%,全社会固定资产对经济增长贡献60%的话,那么因为国债的累计发行而减少的私人信贷对经济增长的损失为1.728%,即1.7个百分点。

最后,分析国债项目的资金利用效率。本文分别从国债资金的投向、国债项目的行业分类、国债项目的投资完成情况、国债资金的到位率以及国债资金存在的挪用和挤占方面进行了详细分析。分析内容显示,国债项目对我国经济增长具有长期性的推动作用,但亦不能忽视国债资金在使用过程中被挤占、挪用的现象。2000年据国家审计署的国债专项资金审计情况报告显示,2000年国债专项资金管理中问题资金为5.12亿元,占国债专项资金总额的1.2%,比上年低0.1个百分点。同时,挤占、挪用国债资金、违规招投标、层层分割建设资金的现象还时有发生。国债资金在利用过程中的类似漏损现象无疑影响国债资金的利用效率。

企业债券的分析主要包括企业债券的种类、企业债券的投向,分析内容说明

企业债券由于企业债券的募集资金主要用于基建和技术改造等固定资产投资项目中,因此,目前来看,企业债券的资金使用与国债资金使用有较大的类同性,具有“准国债”性质,其对国民经济增长具有较为一致的作用机理。

第5章 股票二级市场运行效率。股票价格是资本流动的方向标,直接影响上市公司融资效率和成本。因此,要深入研究上市公司融资行为和资本结构,考察股票市场的价格行为就成为一个重要的前提。

5.1节应用较为科学和说服力较强的游程检验方法,对深圳和上海股市进行了市场有效性(EMH)检验,并将结果与美国、日本、香港、马来西亚和新加坡等股市的检验结果进行了比较。结果表明横向来看,中国沪、深两地的股市效率介于美、日与亚洲其他国家和地区之间,比美、日等发达国家的股市效率差,但要比香港、新加坡和马来西亚等其他亚洲国家和地区的股市效率高。纵向来看,中国沪、深两地股市效率正逐渐变强,一年期有效性早已达到,而中长期有效性也正在逐渐逼近。

5.2节从市盈率入手,比较分析了美、日等发达股市的市盈率水平,并着重考虑到中国股市作为新兴市场的特点,以其他新兴股票市场的市盈率水平和宏观经济增长速度等作为依据,以经验模型估计了我国股市“合理的”市盈率。计算结果表明,如果考虑到中国经济的高增长因素,我国股市平均市盈率在大多数年份并不算高。具体地,深圳市场在1996年、1997年和2000年三年实际市盈率明显过高,其中2000年高估幅度达75%;1994年和1995年两年市场极度低迷,市盈率实际上低于经验预测值;在其他年份,深市平均市盈率基本上处于正常区间之内。另一方面,上海市场在1997年和2000年两年出现明显高估,1995年出现低估,其他年份基本正常。

5.3节运用上市公司EVA分析方法,考察市场预期是否远远脱离上市公司真实的价值创造能力。我们首先对中国和美国股市中EVA和MVA的相关性进行了对比分析。结果表明,虽然与美国这样的成熟市场相比,我国股市中EVA与MVA之间的相关性较低,可决系数也偏低,但从这几年的整体情况看,我国上市公司EVA对MVA的仍然具有令人满意的解释力。这说明中国上市公司的价值创造能力在市场价格中起到了相当的作用。从MV与COV的关系看,我国上市公司的市场价值与其当期表现有明显的关系,但相关系数低于美国等成熟的股票市场。中国上市公司市场价值中较大的未来预期因素一方面说明了中国股票市场作为新兴市场的特殊性,另一方面也反映了中国良好的宏观经济运行环境。如果考虑了我国近年来较高的经济增长速度,我国股市投资者对上市公司较高的业绩增长期望仍然在合理的范围以内。

第三部分:微观研究·上市公司价值创造能力

1. 研究目标

健康的经济增长需要坚实的微观基础作保证,而近些年来关于中国经济“宏