

第一章 2004 年中国经济研究热点

一、2004 年中国经济研究热点排名

（一）统计样本的选取

为了保证本书研究的历史连贯性和可比性，2004 年中国经济研究热点排名的统计样本继续采用 2003 年的标准，即把中国人民大学确定的 A、B 类核心期刊（发表经济类论文的期刊）作为统计样本。这些期刊名称见表 1。

表 1 中国人民大学 A、B 类核心期刊（与经济类相关）

A 类	B 类
中国社会科学	求是
新华文摘	经济研究
	金融研究
	管理世界
	世界经济
	财贸经济
	经济学动态
	世界经济与政治
	经济理论与经济管理
	北京大学学报（哲社版）
	复旦学报（社科版）
	中国人民大学学报
	教学与研究

(二) 2004 年中国经济研究的前 20 个热点问题

我国专家学者 2004 年在以上核心期刊中发表的全部经济类学术论文（不包括书评和会议报道等）共计 1 930 篇，比 2003 年发表的 1 775 篇增加了 155 篇。由于样本杂志数量没有扩大，论文篇数的增加主要是由一些样本杂志扩刊造成的。我们对这些论文继续按照 2003 年写作《中国经济热点前沿》（第一辑）的分类标准进行了逐一分类统计，得出了 2004 年中国经济学界讨论的前 20 个热点问题。这 20 个热点问题的排名以及各热点问题发表的论文数目和在所有论文中所占比例情况见表 2。

表 2 2004 年中国经济研究前 20 个热点问题

位次	热点问题	篇数	占论文总数的比例 (%)
1	资本市场问题（含上市公司、资产定价等）	142	7.36
2	三农问题（含城市（镇）化）	97	5.03
3	中国经济增长与发展问题	81	4.20
4	中国区域经济发展问题（含长三角、珠三角和东北工业基地）	76	3.94
5	公司治理问题	71	3.68
6	商业银行问题	63	3.26
7	产业结构与产业政策（含产业集群）	59	3.06
8	国有经济	49	2.54
9	民营经济与家族企业	42	2.18
10	人民币汇率问题	39	2.02
11	外商直接投资问题	35	1.81
12	货币政策	31	1.61
13	就业问题	29	1.50
14	宏观经济形势（含世界经济形势）	27	1.40
15	对外贸易与贸易政策	26	1.35
16	财政政策	23	1.19
17	城市经济	23	1.19
18	公共经济	22	1.14
19	人力资本问题	19	0.98
20	收入分配与收入差距	14	0.72
	合计	968	50.16

2004 年经济学界讨论的前 20 个热点问题，与 2003 年的前 20 个热点问题（见表 3）相比较，有以下几个突出的特点：

表 3 2003 年中国经济研究前 20 个热点问题

位次	热点问题	篇数	占论文总数的比例 (%)
1	资本市场问题（含上市公司、资产定价等）	150	8.45
2	三农问题（含城市（镇）化）	69	3.89
3	中国经济增长与发展问题	68	3.83
4	产业结构与产业政策（含产业集群）	63	3.55
5	中国区域经济发展问题（含长三角、珠三角和东北工业基地）	51	2.87
6	民营经济与家族企业	41	2.31
7	商业银行问题	38	2.14
8	财政政策	34	1.92
9	经济全球化	34	1.92
10	转轨经济问题	33	1.86
11	信息经济（含新经济、知识经济、信息化和新型工业化）	32	1.80
12	收入分配与收入差距	28	1.58
13	中国经济学学科发展问题	27	1.52
14	公司治理问题	24	1.35
15	货币政策	24	1.35
16	社会保障问题	23	1.30
17	消费（包括消费市场、消费经济等）问题	23	1.30
18	宏观经济形势（含世界经济形势）	22	1.24
19	外商直接投资问题	21	1.18
20	东亚经济问题	19	1.07
	合计	820	46.2

资料来源 黄泰岩、杨万东：《中国经济热点前沿》（第一辑）经济科学出版社 2004 年版。

第一，资本市场、“三农”和中国经济增长与发展问题仍然排在前三甲，位次没有发生变化。这标志着它们仍然是中国经济的核心问题，而且是尚未较好解决的重大问题。

从资本市场问题来看，2004 年 2 月，中央出台了《国务院关于推进资本市场开放和稳定发展的 9 点意见》这一历史性文件。“国九条”的颁

布和实施，引起了上上下下、方方面面对于资本市场的极高关注。在这一年，中央领导对资本市场的批示和讲话，超过了以往的任何一年，显示了中央对资本市场的高度重视。温家宝总理在 2005 年 3 月 14 日上午十届全国人大三次会议举行的记者招待会上就说：“这个问题可能是互联网点击率最高的问题，也是社会上比较关心的一个问题。中国的股市是同社会主义市场经济一起发展的。证券市场为中国的经济建设做出了重要贡献，但是应当承认，由于我们的知识和经验不足，制度等基础建设薄弱，市场不完善，因而造成了近些年来股市持续下跌。我虽然很少就股市发表意见，但我却每天关心股市的行情。”同时，为拯救股票市场，政府的利好政策也频频发布。但是，在 GDP 增长创近几年新高、领导关注、政策利好的情况下，股票市场却持续逆向下下跌，如到 2005 年 3 月 31 日沪市下跌到 1162 点，创 5 年来新低。这种现象自然就引起了经济学界的高度重视，在这个领域学界和出版界自然也就不惜笔墨了。

从“三农”问题来看，这是 2004 年政府全部工作的重中之重，是中央领导最为重视的一件大事。温家宝总理在十届全国人大三次会议举行的记者招待会上就说：“如果我们懂得了农业，也就懂得了穷人的经济学。我不是经济学家，但我深知农业、农民和农村问题在中国的极端重要性。没有农村的小康，就不会有全国的小康；没有农村的现代化，就不会有全国的现代化。”2004 年也是解决“三农”问题措施最得力的一年，如减免农业税、粮食直补等，从而也是取得重大成绩的一年，如粮食产量止跌回升、农民收入增长创近几年新高、农民种粮积极性大增等。但是，对我国“三农”问题的解决而言，这仅仅是万里长征迈出了头几步，今后需要解决的问题还会更多、更复杂，而留给我们的时间也不多了。可以说，今后 5~10 年，能够改变中国的当首数“三农”问题的解决。因此，这就为经济学家们发挥聪明才智留出了巨大空间。2004 年关于“三农”问题的论文，无论是绝对数还是相对比重都远远超出 2003 年，这意味着经济学界对“三农”问题的关注在提高。

从中国经济增长与发展问题来看，发展仍然是硬道理，发展是解决我国面临的一切问题的核心和基础。温家宝总理在十届全国人大三次会议举行的记者招待会上说：“我们面临一系列‘两难’问题。经济发展慢了不行，那样就业压力就会更大，财政收入就会减少，许多应该办的事业就会缺乏资金。经济发展过快也不行，那样经济运行紧张，难以为继。”所以，“摆在政府面前的第一位任务，是通过加强和改善宏观调控，继续保

持经济平稳较快发展。”但是，中国的经济增长与发展，在经济全球化和知识经济迅速发展的新格局下，面临着新的历史转型，如经济结构的转型、经济增长方式的转型和经济体制的转型等。在这个重大的战略转型期，有许多深层次的理论问题和实践问题，需要依靠经济学家的智慧去解决。中国经济增长与发展问题 2004 年虽然仍排在第三位，但与 2003 年相比，发表的论文数量和相对比重都有了较大程度的提高。

第二，有七个新的热点问题即国有经济、人民币汇率、就业、对外贸易与贸易政策、城市经济、公共经济和人力资本进入 2004 年的前 20 个热点问题中，相应 2003 年的七个热点问题即经济全球化、转轨经济、信息经济、中国经济学学科发展、社会保障、消费和东亚经济退出 2004 年的前 20 个热点问题，替换率达 35%（见表 4）。这显示了中国经济学界对问题讨论的活跃性及其对热点问题研究的与时俱进。

表 4 2004 年与 2003 年热点问题比较

热点问题	位次		变化情况
	2004 年	2003 年	
资本市场问题（含上市公司、资产定价等）	1	1	未变
三农问题（含城市（镇）化）	2	2	未变
中国经济增长与发展问题	3	3	未变
中国区域经济发展问题（含长三角、珠三角和东北工业基地）	4	5	上升 1 位
公司治理问题	5	14	上升 9 位
商业银行问题	6	7	上升 1 位
产业结构与产业政策（含产业集群）	7	4	下降 3 位
民营经济与家族企业	9	6	下降 3 位
外商直接投资问题	11	19	上升 8 位
货币政策	12	14	上升 2 位
宏观经济形势（含世界经济形势）	14	18	上升 4 位
财政政策	16	8	下降 8 位
收入分配与收入差距	20	12	下降 8 位
国有经济	8		新增热点
人民币汇率问题	10		
就业问题	13		
对外贸易与贸易政策	15		
城市经济	17		
公共经济	18		
人力资本问题	19		

续表

热 点 问 题	位 次		变化情况
	2004 年	2003 年	
经济全球化		9	退出热点
转轨经济问题		10	
信息经济（含新经济、知识经济、信息化和新型工业化）		11	
中国经济学学科发展问题		13	
社会保障问题		16	
消费（包括消费市场、消费经济等）问题		17	
东亚经济问题		20	

七个新的热点问题进入前 20 名，与 2004 年中国经济的新变化密切相关。例如，国有资产管理的大论战，提升了学界对国有经济的关注，这也意味着在新的一轮攻坚改革中，国有经济的改革仍将处于核心的位置；中国经济的快速发展，大大提升了中国经济的实力，特别是中国外贸的快速发展，引发了国际社会对人民币升值和中国汇率改革的呼声和压力，汇率问题自然也就成为热点问题；就业是民生之本，随着中国经济体制改革的不断深化、城市化步伐的加快，以及中国工业化进入重化工业阶段导致的就业弹性下降，都使得中国的就业压力凸显，就业问题的研究必然引起关注；对外贸易的快速增长，使外贸成为拉动我国经济增长的重要因素之一，如现在的贸易依存度已达到了 77.86%，同时国际贸易摩擦也越来越严重，因而如何保证对外贸易的顺利发展，以及相应的贸易政策调整也就成为重要话题；中国工业化和城市化的快速发展，使城市的地位越来越重要，城市经济自然也就进入了研究的视野；中国经济市场化步伐的加快，特别是经济全球化的迅速发展，凸现了公共经济的相对滞后，加快公共经济的发展克服这种结构失衡自然就成为重要的议题；21 世纪最贵的就是人才已成为时髦的话题，面对知识经济的挑战和产业结构的升级，人力资本的重要性就必然相应越来越突出。

当然，2003 年的七个热点问题退出 2004 年的前 20 名，并不意味着这些问题的研究不再重要，而只是意味着这些问题的研究进入了相对稳定期，尚未找到新的热点。

第三，2004 年前 20 个热点问题的排名次序，除了前三位没有变化外，其他各个问题的排序与 2003 年的排序比较都发生了变化，其中上升

幅度最高的问题是“公司治理”，下降幅度最大的是“财政政策”和“收入差距与收入分配”（见表4）。这显然都与2004年中国经济的变化密切相关。2004年中国公司频频出事，特别是中航油、伊利、长虹等事件的出现，使中国公司治理的软肋暴露无遗，加强公司治理也就成为经济理论与实践的重大课题。2004年中国经济增长创了近些年的新高，摆脱了1998年以来的通货紧缩，进入了新的上升周期，与通货紧缩相联系的积极财政政策也就自然退出，其地位和作用相对下降。相反，货币政策的地位和作用在新的经济增长时期受到重视，它的排位相对于2003年提高了两位。“收入差距与收入分配”问题，特别是收入差距问题，我们认为依然是我国社会经济生活中的一个重大问题。对这个问题的关注大幅下降，可能是这个问题已经从理论问题转换成了实践问题。但其中的许多理论问题还应引起足够的关注。

第四，经济学讨论的热点主题仍然相对分散，但集中度有所上升。首先从总体上看，前20个热点问题的总论文数1930篇中所占的比重为50.16%，论文主题集中度不高。从每个分类主题来看，在前20个热点问题中，即使是排在第一位的资本市场问题，也仅仅占7.36%。这种现象说明，一是我国经济学的研究越来越趋向规范、独立和成熟，不唯书、不唯上、不唯风的学术氛围在逐步形成；二是随着我国经济改革的不断深化、经济发展水平的不断提高，以及对外开放的不断扩大，许多重大理论问题和实践问题的提出为我国经济学者提供了广阔的研究舞台，从而使经济学的多样化发展成为可能；三是我国经济学者的研究越来越趋向专业化发展，使一流的研究成果主题趋向多样化；四是核心期刊的定位追求差异化，这就使论文的选择不像以往那样跟风去讨论大家都关注的同一问题，而是注意百家争鸣，百花齐放，使各学派对各种问题的各种观点，通过期刊这样一个渠道表达出来，为中国经济改革和发展提供了宽广的理论展示平台。

2004年前20个热点问题的总论文数中所占的比重比2003年有所提高，集中度提高了3.96个百分点。如果把两年同位次的问题所占比重进行比较的话，排在第二到第十二的问题所占比重有所提高，其他都有一定程度降低。如果按前10位的集中度进行比较，2004年比2003年提高了4.53个百分点。从单个问题的比重来看，两年都排在第二位的“三农问题”所占比重提高了1.14个百分点，是同一位次比重提高最多的。这充分显示了“三农问题”的极端重要性。

第五，经济研究面向我国经济改革与发展的主战场，注重用理论解释实践，或用实践检验、修正理论和提升理论。综观前 20 个热点问题，可以发现这些热点问题基本上都属于中国的一些现实问题和政策问题。这一现象的出现有其深刻的历史背景，这就是我国正处在经济体制的转型期和经济发展的转型期。面对这两个转型，我们既无现成的理论体系来指导，也没有成功的实践经验作参考，摆在中国经济学者面前的艰巨任务，就是在已有理论和实践的基础上，面对中国经济改革与发展的主战场，对现实问题进行总结、提炼，以形成理论，或者对中国经济改革和发展问题进行前瞻性探索。可以说，中国经济学的生命力和竞争力，或者说在世界经济学舞台上的话语权，就在于对中国经济双重转型的解释，以及由此而引发的对已有经典理论的验证、修正和创新。

第六，经济学基础理论方面的研究不足。在 2003 年的前 20 个热点问题中，“中国经济学学科发展问题”排在第十三位，但这个问题在 2004 年却退出了前 20 名，更显示了基础理论研究的不足。在我国现阶段，对现实问题的研究固然重要，但经济学的研究，特别是理论经济学的研究，是为所有经济学学科的研究提供理论基础、方法和范式的，这方面的研究不可忽视。因此，加强基础理论专题的研究，需要经济学者的努力，更需要学校、科研机构和政府给予相应的政策支持。

二、2004 年中国经济前 10 大研究热点问题综述

（一）资本市场问题研究

1. 2004 年资本市场问题研究的新特点

与 2003 年相比，2004 年对资本市场问题的研究，虽然发表论文总数和所占比例都有所下降，但仍然位居热点问题第一。在研究内容方面，2003 年关注的一些焦点问题在 2004 年得到继续关注，如资本市场效率、资本资产定价、上市公司治理和资本市场监管，而 2003 年讨论较多的资本市场与货币政策关系，以及资本市场的制度创新和制度变迁在 2004 年则基本不再受到重视，取而代之的是对资本市场发展问题及股权结构的研

究。在资本市场效率的研究方面，2003 年主要通过一些模型进行实证检验，2004 年则更多的采用案例研究，如利用公司股票名称变更“事件”、“利好”与“利空”消息事件等来检验资本市场效率；在资本资产定价的研究方面，2003 年更多地探讨了中国股市的风险溢价问题，而 2004 年则侧重于 CAPM 模型、套利模型在中国的运用；在上市公司治理的研究方面，2003 年主要研究资本市场对上市公司治理的影响，而 2004 年则从股权结构的角度来研究上市公司的治理问题；在市场监管的研究方面，2003 年主要强调上市公司的信息披露、财务监管以及监管的国际化问题，2004 年则主要强调要完善监管制度（包括有效的监管程序和完善的市场机制）。

2. 资本市场的发展问题

陈梦根认为沪深两所成立后，中国证券市场在行政机制的强力介入下走上了政府推动型成长道路，这种路径变迁带动了证券市场规模的迅速扩张，但是效率低下逐渐成为制约当前市场发展的一个根本性矛盾。中国证券市场下一步发展的关键在于提高市场效率，而这有赖于实现证券市场成长路径的回归，为此，必须大力推动以市场化为主题、以效率为导向的新一轮制度创新。^① 吴晓求认为当前中国资本市场主要面临三大问题：透明度、资金多元化和股权分裂。其中透明度问题是全球资本市场面临的共同问题。如果我们不能有效地解决透明度问题，不能解决上市公司和中介机构如实地向社会披露信息的问题，那么资本市场就没有发展前途。资金多元化问题是中国资本市场发展面临的重要问题。中国资本市场如果要成为现代金融体系的基础，我们就必须推动资本市场资金渠道的多元化。股权分裂是中国资本市场目前面临的根本性问题。中国资本市场规范和发展的重点，是如何建立一个具有完整流动性的市场，而不是流动性分裂的市场。中国资本市场存在的种种问题，大多源自于股权分裂所决定的制度缺陷。^② 吴晓求在另一篇文章中特别指出，股权流动性分裂具有八大危害：（1）损害上市公司股东之间利益的一致性；（2）是市场内幕交易盛行的微观基础；（3）引发市场信息失真；（4）导致上市公司控股股东或实际控制人扭曲的战略行为；（5）是中国上市公司疯狂追求高溢价股权融资

陈梦根：《中国证券市场下一步发展的路径选择》，载《财贸经济》2004 年第 8 期。

吴晓求：《当前中国资本市场面临的三大问题》，载《经济理论与经济管理》2004 年第 9 期。

的制度基础；（6）造成了股利分配政策的不公平，利益分配机制处在失衡状态；（7）使上市公司的并购重组带有浓厚的投机性；（8）客观上会形成上市公司业绩下降、股票价格不断下跌与非流通股股东资产增值的奇怪逻辑。为此，吴晓求认为，要使中国资本市场有一个坚实、平等的制度基础，要使中国资本市场有一个蓬勃发展的未来，惟一的出路是必须进行股权的流动性变革，以形成一个利益机制一致的股权结构。^①汪昌云、汪勇祥认为，国有股、法人股的存在降低了二级市场的流动性，导致证券定价缺乏效率，从而降低了社会福利。为此，必须对国有股和法人股进行流动性变革，以合理的方式消除国有股所包含的巨大风险和不确定性，促进经济资源的优化配置。而流动性变革的关键在于国有股的合理定价，因此，在国有股定价过程中，必须充分考虑到非流通股的控制权溢价、非流通股在投资者财富中所占的比重、流通所受限制时间的长短及股价波动性等因素。^②王国刚认为，20世纪90年代中期以后，中国经济运行中发生了债务性资金相对过剩和资本性资金相对紧缺并存的现象，要解开这一资金供求的“死结”，必须建立多层次资本市场体系。这既是加快实体经济发展的要求，也是有利于建立防范金融风险的市场机制。建立多层次资本市场体系，应避免三种倾向，即避免单纯追求建立全国统一市场、避免运用行政标准规范多层次资本市场体系的发展、避免由行政部门承揽市场微观主体的非系统性风险。推进多层次资本市场体系的建设是一项综合性创新工程，它既要进行体制创新和机制创新，也要进行市场创新和运作方式创新，还要进行产品创新和机构创新。^③

3. 股权结构与上市公司治理

王志诚、张翼研究了上市公司大宗非流通股股权转让对公司市场价值的影响。他们利用上海和深圳两个证券交易所1995~2000年间的大宗非流通股股权转让记录，发现在中国大宗非流通股股权转让的市场反应为正。其研究结果表明大宗股权购买者在公司监督和管理中扮演了积极的角色。^④邵少敏、吴沧澜、林伟以浙江省的上市公司为例，就独立董事和董事会结

吴晓求：《股权流动性分裂的八大危害》载《财贸经济》2004年第5期。

汪昌云、汪勇祥：《股权分裂与国有股流动性溢价：基于流动性的经济学分析》，载《中国人民大学学报》2004年第6期。

王国刚：《建立多层次资本市场体系 保障经济的可持续发展》，载《财贸经济》2004年第4期。

王志诚、张翼：《大宗股权转让和公司控制》载《管理世界》2004年第5期。

构、股权结构之间的关系进行了研究。研究表明，独立董事有助于公司治理结构的改善，但是控股股东持有过高的股权比例是制约独立董事发挥作用的重要因素。他们支持在公司治理结构中引入独立董事制度，但是同时应该对上市公司进行股权改革，完全照搬英美国家的独立董事制度可能并不是中国二元体系下改善公司治理结构的最佳途径。^① 潘丽春借鉴美国的经验，认为收购接管可以从激励机制、经营约束和监督机制三个方面提高公司治理效率。因而，中国完全可以借鉴美国的成功经验，但前提是要必须切实加强上市公司信息披露的监管和执行；合理定价非流通股股权；提高保护中小投资者利益的力度。^② 施东晖、司徒大年对中国上市公司治理水平的现状、影响因素以及与绩效的关系进行了经验分析。研究表明，中国上市公司治理水平总体不高，股权结构对公司治理水平具有显著影响，政府控股型公司的治理水平最高，国有资产管理机构控股型公司的治理水平要高于国有法人控股型公司，而一般法人控股型及股权分散型公司的治理水平介于前两者之间，但不存在显著差异；公司治理水平对净资产收益率有正向影响，但对市净率却有负向影响。^③ 曾庆生分析了湖南洞庭水殖股份有限公司捆绑上市行为以及捆绑带来的公司治理问题。分析结果表明，地方政府主导捆绑上市，不仅影响了资源配置效率，而且导致公司治理缺陷；作为大股东的地方政府听任第二大股东侵占上市公司股东利益，而其自身利益却在股权转让即 MBO 中得到均衡。因此，在分析中国公司治理问题时，政府治理影响不容忽视。^④ 陈共炎认为股权结构对公司治理具有重要影响，特别是当股权结构同股东性质结合起来考察时更是如此。但是，股权结构只是影响公司治理的一个因素，不存在最优或合理的股权比例结构。股权高度集中的治理模式与股权分散的治理模式一样，都可能损害公众股东及其他利益相关者的利益。试图使各股东均匀持股并适度参与公司治理的努力，实践证明是行不通的。^⑤ 李维安、张耀伟

邵少敏、吴沧澜、林伟：《独立董事和董事会结构、股权结构研究》，载《世界经济》2004年第2期。

潘丽春：《收购接管与公司治理：美国的经验及中国的探索》，载《管理世界》2004年第4期。

施东晖、司徒大年：《中国上市公司治理水平及对绩效影响的经验研究》，载《世界经济》2004年第5期。

曾庆生：《政府治理与公司治理：基于洞庭水殖捆绑上市与 MBO 的案例研究》，载《管理世界》2004年第3期。

陈共炎：《股权结构对证券公司治理机制的影响》，载《经济理论与经济管理》2004年第3期。

认为董事会治理是公司治理的核心,董事会治理状况的改善对公司绩效的提高至关重要。从不同的角度对我国上市公司董事会治理状况与公司绩效之间的关系进行的实证分析表明,公司治理绩效与董事会治理水平之间呈现一种倒 U 型曲线关系。该结论的政策含义是,在当前董事会治理缺乏外部治理机制、大股东治理弱化、内部董事间的相互监督和经理人持股的激励效应都不强的情况下,董事会治理改革的关键是引入战略投资者,完善董事会专业委员会的制度建设,强化内部治理机制。^①

4. 信息与资本市场效率

翟林瑜认为现实中的资本市场是远离理想中的资本市场的,基于理想市场的事件研究这一实证分析手法有很大局限性,我们应对市场中信息的不完全性、信息的非对称性以及投资者的有限理性等给予足够重视,加强对如何提高现实资本市场的资源配置效率的研究。^② 刘力、田雅静对中国 A 股市场股票名称变更事件的市场反应的研究发现,不具有任何经济意义,也不向市场传递任何新信息的公司股票名称变更“事件”可以像具有经济意义、包含新信息的“事件”那样引起股票价格的显著波动,而且这一波动呈现出过度反应特征。这种股价波动可能与中国 A 股市场投资者的投机行为有关。这一研究为探讨证券市场的有效性和研究投资者对信息的反应特征提供了新的线索和资料。^③ 陆蓉、徐龙炳认为“利好”和“利空”信息对股票市场具有不平衡性的影响,研究这一现象对资产定价、投资组合构造及风险头寸确定都有重要作用。而新信息的出现对股票市场的影响应该区分股市所处的位置,这一点正是已有的波动性研究所忽视的。为此,他们将股票市场波动划分为“牛市”和“熊市”两个阶段,采用 EGARCH 模型实证研究我国股票市场在牛市和熊市阶段对“利好”与“利空”的不平衡性反应特征,以期为投资者选择投资策略和政府制定政策提供参考。^④ 顾娟、刘建洲研究了信息不对称与股票价格变动,他们的结论是:(1)在其他条件相同的情况下,如果投资者对资产的预期

李维安、张耀伟:《上市公司董事会治理与绩效倒 U 型曲线关系研究》,载《经济理论与经济管理》2004 年第 8 期。

翟林瑜:《信息、投资者行为与资本市场效率》,载《经济研究》2004 年第 3 期。

刘力、田雅静:《没有信息,也有反应:中国 A 股市场股票名称变更事件的市场反应研究》,载《世界经济》2004 年第 1 期。

陆蓉、徐龙炳:《“牛市”和“熊市”对信息的不平衡性反应研究》,载《经济研究》2004 年第 3 期。

提高,则资产的均衡价格升高;反之则相反。(2)如果是有利的信息,那么获得信息的投资者的比例越小,资产的均衡价格就越高,收益就越大;如果是不利的信息,那么获得信息的投资者的比例越大,则损失越大。(3)获得信息的投资者的比例越大,则整个市场的风险溢价水平也越低。^①段进东、陈海明对我国新股发行定价的信息效率进行实证研究,他们发现我国新股发行价格基本反映了新股发行量、发行前市场景气度、归属行业、盈利因子 n 及规模因子 r_4 等因素或信息,具有一定的合理性,新股发行定价具有一定的信息效率。然而,新股发行价格却没有反映出新股发行前市场风险指数、注册地域、公司历史、主承销商声誉、偿债因子及成长因子等因素或信息,即新股发行价格在体现与发行公司相关的这些因素或信息方面仍较为有限。总体而言,我国新股发行定价的信息效率仍较为有限。^②

5. 上市公司绩效研究

方芳、闫晓彤研究了上市公司控股股东变更对公司绩效的影响,他们实证研究的结果表明,第一大股东持股比例的降低有利于公司综合绩效的提高。因而他们主张我国上市公司应调整和优化股权结构,采取一定措施降低股权集中度,降低国有股权比例,使国有股权持股主体多元化、分散化。^③于东智、池国华研究了董事会规模、稳定性与公司绩效的关系,他们的经验分析证实了“董事会规模与公司绩效指标之间存在着倒 U 型的曲线关系”和“公司以前年度的绩效水平越好,董事会的稳定性越强”这两个理论假设。与此同时,“治理改善”和“跳船效应”假设在我国的证券市场中都未得到证实。^④李善民、朱滔等人通过对收购公司和目标公司配对组合绩效的实证研究表明,收购公司绩效逐年下降,目标公司绩效则有所上升,整体而言上市公司并购绩效显著下降;绩效改善的收购公司在并购前相对于所并购的目标公司在盈利能力、发展能力、管理能力等方

顾娟、刘建洲:《信息不对称与股票价格变动——我国证券市场信息传导机制的经济学分析》载《经济研究》2004年第2期。

段进东、陈海明:《我国新股发行定价的信息效率实证研究》,载《金融研究》2004年第2期。

方芳、闫晓彤:《上市公司控股股东变更对公司绩效的影响》,载《经济理论与经济管理》2004年第4期。

于东智、池国华:《董事会规模、稳定性与公司绩效:理论与经验分析》,载《经济研究》2004年第4期。

面都有明显优势，而绩效改善的目标公司在并购前却仅在税收方面具有明显优势；收购公司和目标公司绩效改善的配对组合方式呈现明显的“强—弱”搭配特征；收购公司绩效改善可能主要来源于分享目标公司所享有的优惠政策，而目标公司绩效改善则可能来源于管理能力的提高、市场势力的增强和经营协同等方面。^① 范从来、叶宗伟研究了上市公司债务融资与公司绩效的关系，他们的研究发现，上市公司债务融资比例的增加能提高公司的价值，但是提升的幅度不大，作用不是很明显。^② 王克敏、陈井勇研究了股权结构、投资者保护与公司绩效的关系。他们的研究表明，股权结构对公司绩效作用的强弱受到投资者保护程度的影响。当投资者保护增强时，大股东对管理者的监督力度降低；当投资者保护减弱时，情况则相反。这表明大股东的存在可以作为投资者保护的一种替代机制。鉴于此，国有股减持的改革不能盲目进行，而应以良好的投资者法律保护为前提，同时应积极培育具有监督作用的大股东。^③

6. 资本资产定价研究

吴世农、许年行以 1995 年 2 月 ~2002 年 6 月深沪两市 A 股上市公司为样本，考察和对比了三个定价模型——CAPM、三因素模型和特征模型。实证研究发现：（1）中国股市存在显著的“账面市值比效应”和“规模效应”，但对于小公司则不存在“1 月份效应”；（2）三因素模型比 CAPM 能更好地描述股票横截面收益的变化；（3）基于“股票横截面收益是由公司特征决定”的非理性定价理论的特征模型不成立，而基于“股票横截面收益是由风险因素决定”的理性定价理论的三因素模型成立。这说明，账面市值比和公司规模这两个变量代表的是一种“风险因素”，并非“特征因素”，因此中国股票横截面收益的变化取决于风险因素，而非特征因素。^④ 苏冬蔚、麦元勋研究了流动性与资产定价问题。他们通过检验交易频率零假设和交易成本备择假设，深入分析我国股市流动

李善民、朱滔、陈玉罡、曾昭灶、王彩萍：《收购公司与目标公司配对组合绩效的实证分析》，载《经济研究》2004 年第 6 期。

范从来、叶宗伟：《上市公司债务融资、公司治理与公司绩效》，载《经济理论与经济管理》2004 年第 10 期。

王克敏、陈井勇：《股权结构、投资者保护与公司绩效》，载《管理世界》2004 年第 7 期。

吴世农、许年行：《资产的理性定价模型和非理性定价模型的比较研究》，载《经济研究》2004 年第 6 期。

性与资产定价的理论与经验关系后发现：我国股市存在显著的流动性溢价，换手率低、交易成本高且流动性小的资产具有较高的预期收益；产生流动性溢价的原因是交易成本而不是交易频率；与国外股市相似，小企业收益率高于大企业，价值股收益率高于成长股。因此，我国股市并非令人无法捉摸，流动性、规模和价值效应都是资产定价的因素。^① 刘霖、秦宛顺研究了中国股票市场套利定价模型。他们以最近 6 年沪深两市的股票价格数据为依据，利用因子分析方法检验了影响股票收益率的因子数目，在此基础上进一步对套利定价模型在中国股票市场的适用性做了细致的检验。研究发现，影响股票收益率的因子有 9 个左右，明显多于美国股市上的因子数目，但套利定价模型并不适用于中国股市，这很可能意味着中国股市没有达到充分竞争的要求，市场中可能存在套利机会。^② 王晋斌依据 1994~2001 年底的上市公司样本财务数据，证明了中国股市存在显著的价值溢价。CAPM 模型较好地解释了 HB/M 组合的投资溢价，而加入 HB/M 组合和 G 组合溢价之差这一解释因子提高了模型的拟合度。在 HB/M 组合溢价与规模溢价之间存在相反趋势关系的结论下，股票规模的选择可能不是构造能够取得超额报酬的投资组合的有效方法。过高的价值溢价则可能表明中国股市总体上尚未形成价值投资风格，对 HB/M 类公司的信息挖掘尚不充分。^③ 陈彦斌、周业安构造了行为资产定价的一般均衡研究框架，指出了此框架与行为金融理论的区别，并在此框架下，对当前流行的行为资产定价模型进行综述。^④

7. 资本市场的监管

贝多广、陈德兵、朱晓莉认为对资本市场进行市场化改革的当务之急是监管层面的改革，具体包括四个方面的内容：一是监管理念的转变。资本市场是发行人和投资者资金供求匹配的平台，监管的核心是维护公开、公平、公正的市场环境，这也是我国资本市场监管的核心问题。因此监管者仅仅应是资本市场的监督者和维护者，而不是投资者的最终诉求对象，从而真正实现资本市场的整体运作的市场化。二是监管手段的转变。放弃

苏冬蔚、麦元勋：《流动性与资产定价：基于我国股市资产换手率与预期收益的实证研究》载《经济研究》2004 年第 2 期。

刘霖、秦宛顺：《中国股票市场套利定价模型研究》，载《金融研究》2004 年第 6 期。

王晋斌：《价值溢价：中国股票市场 1994~2002》载《金融研究》2004 年第 3 期。

陈彦斌、周业安：《行为资产定价理论综述》，载《经济研究》2004 年第 6 期。

若干财务指标上的硬性规定，从充分信息披露的角度实现市场交易的公开、公平。三是监管力度的强化。明确不同市场参与者的责任和义务，对违规者施以严厉处罚，维护市场信心。四是对市场运作机制的有效发掘。让市场各参与方在守法的前提下，根据自身的利益进行创新，促进各种新型金融工具的推出，丰富投资者的投资选择，并通过市场化的价格发现机制匹配不同的风险偏好和产品供需，最终实现资源的有效配置。^① 肖星、陈晓、王永胜通过对蓝田股份的案例研究发现，仅仅有了形式上与国际接轨的证券市场监管机制是远远不够的，重要的是要完善与之相配合的各种制度（包括有效的监管程序和完善的机制）。规范企业行为最有效的办法是让企业与政府分开，更多地接受市场的考验；保护投资者利益的最好办法是让投资者拥有良好的交易平台和可用来规避风险的金融工具。^② 阎长乐从压力、机会、合理化三个方面着重分析了上市公司会计舞弊的条件，并从收入、成本、减值准备和追溯调整四个方面介绍了上市公司会计舞弊常用的方法，从而提出遏制上市公司会计舞弊的对策，以达到有效治理的目的。^③ 卢春泉认为构建证券发行监管制度的核心是建立对发行人和投资者具有约束和激励功能的监管机制、由市场调节的定价机制、准确及时传递和反馈的信息披露机制，从而切实保障证券发行市场信息公开、价值形成公正、发行人与投资者之间利益公平。因此，科学的发行监管制度由体现以上三项机制的发行审核制度、发行定价制度、信息披露制度等构成。^④

（二）“三农”问题研究

1. 2004 年三农问题研究的新特点

从数量和重要性来说，在 2004 年的热点问题中，三农问题依然与 2003 年一样高居第二位，而且数量和占论文总数的比重都大大增加，数

贝多广、陈德兵、朱晓莉：《对我国资本市场参与者的分析及其政策建议》，载《经济理论与经济管理》2004 年第 12 期。

肖星、陈晓、王永胜：《政府与市场为什么失灵——蓝田股份引发的思考》，载《管理世界》2004 年第 8 期。

阎长乐：《上市公司的会计舞弊分析》，载《管理世界》2004 年第 4 期。

卢春泉：《完善我国证券发行监管制度的整体构想》，载《经济理论与经济管理》2004 年第 12 期。

量从 69 篇增加到 97 篇，比重也从 3.89% 大幅度增加到 5.03%。这在某种程度上说明三农问题更重要了，大家更重视了，而且三农问题的解决也是一个长期的历史过程；同时，这也说明了三农问题仍然是制约我国经济尤其是农村经济发展的瓶颈。

从内容上说，与 2003 年相比，2004 年的三农问题研究表现出以下几个特点：（1）农业和农村问题的主题内容相似，只是稍有不同。以农业问题为例，2003 年农业问题分析主要包括农业发展（农业工业化和现代化）、农业产业结构调整、农业（国际）竞争力（涉及粮食市场化改革和粮食安全问题）、农地承包经营权（产权和土地流转）、农产品流通体制改革（目标模式、粮食流通市场化主体建设），对农业保险等问题略有提及。相比之下，在 2004 年对三农问题的研究中，农业产业结构调整的内容减少，农地问题有所扩展并且数量较多，农业税和税费改革的内容也有所增加。（2）关于农民问题的论述出现了以往没有的新内容。与 2003 年的重点不同，2004 年对农民问题的探讨不再主要局限于农民负担和农民收入上，同时，对农民负担的涉及很少，而对农民收入的分析也转向了通过具体途径或者实践来探讨如何增加农民收入。另一方面，对农民工、农家变迁（或农民身份的转变）、农村剩余劳动力转移及就业、农村人力资本、农户行为等内容的关注度有所加强。这主要是因为，随着我国工业化、城市化进程的推进和产业结构的转变，与农民相关的内容也有了新的内容，如剩余劳动力的转移、农民市民化等。（3）在主题内容相同的基础上，分析的角度也有所变化。例如，在农业发展问题上，2003 年的研究强调从工业和农业的发展关系上调整农业发展的战略，而 2004 年研究了农业发展的历史 and 变化，并分析了促进农业发展的重要因素，并提出了推进农业信息化建设农业现代化的战略选择。这表明，知识化的兴起和发展越来越使技术对农业发展的关键作用凸现出来，农业工业化和知识化成为快速发展农业的必然选择。

2. 农业问题的研究

第一，农业发展问题。黄季焜回顾了我国农业发展的历史和变化，并提出了影响我国农业未来发展的重要因素。他认为，在过去 20 年，我国农业发展不仅取得了可喜的成就，而且也经历了明显的结构性调整。变化同时发生在供给和需求两个方面。在需求方面，收入提高、人口增长、城镇化和市场发育是引起食品需求增长和消费结构变化的主要因素。在供给