

# 导 论

## 0.1 问题的提出和选题的意义

改革开放以来，没有一个市场领域像资本市场这样引起广泛的关注和争论，比如其存在的依据与性质，又比如其规模、结构、功能、流动性和发展战略等等。这些争论一再引起对资本市场认识上的困惑和误解。其实，资本市场中的各种问题均可归结为效率低下，无法实现其在市场经济体制中的目标所致，从而使得人们不得不对资本市场在经济增长中的效率贡献水平即资本市场在配置资金资源，促进资本形成，推动经济良性运行与持续增长等方面的作用与效率产生怀疑，尽管资本市场近年来在金融结构的发展中速度一直是最快的。

金融市场是配置市场体制中最稀缺的资金资源最重要的中介组织之一，其内在效率和外在效率与经济增长的总量、速度和效益息息相关。资本市场作为金融市场中最重要的一部分，是联结宏观与微观经济的结合体，也是储蓄转化为投资的重要媒介。

中国资本市场尤其是股票市场经过十多年的发展，已成为企业尤其是国有企业转换机制、筹措资金的重要场所。

到 2001 年底，沪深证券交易所已有上市公司 1160 家，其中 1042 家是国有控股的上市公司，总股本 5218.01 亿股，投资者开户达到 6650.41 万户，股票流通市值 14463.17 亿元人民币，股票总市值超过 43522.2 亿元，占名义国民生产总值的 45.3%。1991~2001 年，累计股票发行融资总额为 7727.09 亿元，其中，A 股发行和配股融资 5924.61 亿元，B 股发行及配股融资 49.59 亿美元，发行可转换债券 47 亿元。2000 年末的债券余额为 21918.91 亿元，其中，国债 13674.00 亿元，金融债券 1645 亿元，企业债券 861.63 亿元。到 2001 年末，债券余额则达到 26802.91 亿元。2001 年底，共发行证券投资基金 34 只，基金资产近 800 亿元。另一方面，中长期信贷规模在 2001 年也达到 34273 亿元，仍然远大于股票、债

券与基金的融资总规模，绝对数量呈直线上升（见表 0-1）。

表 0-1

中国金融体系融资格局

单位：亿元

| 年份   | 直接融资    |         |          |      | 间接融资     |       | 两项合计     |     |
|------|---------|---------|----------|------|----------|-------|----------|-----|
|      | 国债      | 股票      | 合计       | (%)  | 银行贷款     | (%)   |          | (%) |
| 1990 | 197.23  | 2.61    | 199.84   | 1.31 | 15166.8  | 98.69 | 15366.64 | 100 |
| 1991 | 281.25  | 6.29    | 287.54   | 1.55 | 18317.0  | 98.45 | 18604.54 | 100 |
| 1992 | 460.78  | 73.21   | 533.99   | 2.30 | 22659.40 | 97.70 | 23193.39 | 100 |
| 1993 | 381.32  | 328.68  | 710.00   | 2.25 | 30892.80 | 97.75 | 31602.80 | 100 |
| 1994 | 1137.55 | 639.60  | 1777.159 | 4.4  | 38640.00 | 95.60 | 40417.15 | 100 |
| 1995 | 1519.81 | 765.58  | 2276.39  | 4.5  | 48086.00 | 95.50 | 50362    | 100 |
| 1996 | 2126.04 | 1110.35 | 3236.39  | 5.3  | 59231.60 | 94.70 | 61467.99 | 100 |
| 1997 | 2412.00 | 1771.23 | 4183.23  | 5.59 | 70691    | 94.40 | 74874.3  | 100 |
| 1998 | 3808.00 | 2345.35 | 6153.33  | 7.7  | 81493.20 | 92.30 | 87646.33 | 100 |

注：股票和国债均为发行额，银行贷款为存款性银行贷款年末余额。

资料来源：《中国人民银行统计季报》1999 年。

资本市场还推动了一批国有企业产权制度的变革和经营机制的转换，促进产业结构的优化和升级，对于企业股权结构的优化、管理效率的改进、产品结构的调整等都具有积极意义，尤其是在促进经济持续增长，提供体制改革等制度性供给方面发挥了银行等传统金融体系不可替代的作用。然而，处于转型时期的新兴资本市场存在的各种低效率现象极大地影响了市场功能的发挥，如资本获取权的高度垄断，资本市场封闭运行，缺乏均衡发展和有序竞争的金融市场结构与风险防范机制，上市公司治理结构不规范导致的经营绩效低下，投资者和中介机构严重的非理性行为引起的市场泡沫与风险，企业信用匮乏、预算软约束导致的股权式融资偏好，资本市场的结构非均衡引起的不同股权间的流动性差异，以及市场监管部门不适当的行政性干预等都不同程度地损害了资本市场的效率水平等等。

如何客观而科学地评价中国资本市场的效率状况，并在此基础上，深入分析其对经济增长效率的作用是改进资本市场功能，提高资本市场效率的基本前提。

长期以来，由于对资本市场的效率及其对经济增长效率的影响缺乏深入研究，尤其是对经济转型时期新兴市场的“中国经验”缺乏梳理、解读、评判与归纳。对资本市场效率的评价停留在感觉层面。本书试图借助数理统计与计量方法，对资本市场效率的内涵进行探讨，以揭示中国资本

市场效率状况；对所谓资本市场的“中国经验”予以总结，以促进对转型时期中国资本市场发展规律的认识，明确资本市场规范发展的目标，预见资本市场发展趋势，探索中国资本市场的效率改进之道，推动资本市场良性机制的形成；从而，防止经济陷入“增长陷阱”，优化资本与产权资源的市场配置，为经济发展提供长期有效的资本支持，促进经济增长效率的改进。这正是本书选题的根本要义。

## 0.2 基本范畴的初步界定

资本市场与资本市场效率是本书涉及的主要范畴，对于其范围的具体界定，学术界存在较大差异，这些差异反映出人们在不同时期，从不同的角度对资本市场及其效率的理解。为便于本书研究的开展，对这些基本范畴予以界定，以作为本书论述的逻辑起点。

首先是对于资本市场的界定。从经济学角度而言，资本市场是与产品市场、劳动力市场相对应的资金交易与投资形成的市场，包括信贷市场、证券市场、外汇市场以及一年期以下的货币市场等。而从金融学角度来说，它是指一年期以上的中长期信贷市场与证券市场，后者还包括股票市场、债券市场、基金市场等，它是与货币市场和一年期以下中短期信贷市场相对应的概念。也有人提出（赵志君，2000），随着金融工程的创新，资本市场与货币市场的界限实际上越来越模糊，区分它们的实际意义也在减小。其实，资本本身的内涵一直在变动之中，向来就存在较大的差异，成为最有争议的经济学概念之一。历史上，有人或将资本等同于货币，或将其定义为资本品，或理解为带来收入的财货，或解释为带来剩余价值的价值等等。随着知识经济的兴起，资本还以无形资本形式体现出来，金融虚拟经济的发展更是将实物资本扩展到金融资本和虚拟资本的范畴。为简化论述和便于统计，本书所述资本市场主要是指形成一年期以上长期资本的各种融资市场，包括股票市场、中长期债券市场、基金市场以及中长期信贷市场等在内。显然，这既涵盖了直接融资，也包括了间接融资；既有股权融资，也涉及债权融资。本书既研究长期资本的形成与配置的效率，也研究其与短期流动性资本之间的关系。因此，对资本市场与货币市场，仍应予以适当的区分。但在本书中，资本市场和货币市场之间也并非存在明显的不可逾越的鸿沟。事实上，随着金融工程技术创新的发展，资本市场与货币市场之间的区别越来越模糊，二者通过资本与货币之间的交易行

为相互转化。因此，资本市场成为一个包含货币市场在内、更为宽泛的概念；以至在很多情形下，它被用作与产品市场、劳动力市场相提并论的市场。另一方面，一种狭义的界定将资本市场与证券市场或股票市场等同起来。本书所做的实证分析主要是围绕证券市场展开的。

对于资本市场效率，由于尤金·法玛（Fama Eugene, 1965）提出的市场有效性假说（Efficient Market Hypothesis—EMH）具有广泛影响，人们长期以来将资本市场效率与其等同起来，将资本市场价格能否反映信息作为其是否具有“效率”（有效性，efficiency）的标志。但是，一般经济学意义上的“效率”包含劳动、时间、资本等因素投入所得到的包括经济资源和非经济资源的配置状态，如功能的发挥程度、影响增加的程度等，而经济资源的效率则主要指“效益”在内的经济收益。显然，尤金·法玛主要从证券的二级市场价格反映信息的有效性来评价“市场效率”，事先假设股票市场的价格业已包含一切与其有关的信息和功能，尽管证券市场的价格对信息的反映程度并不能完全、准确地反映市场效率的全部内涵。

本书试图扩展这种界定方式和范围，本书所指的资本市场效率至少包含了以下几方面含义：首先，相对于其本身而言，它是对信息反映的有效性，包括价格发现、风险定价等功能发挥的效率水平；其次，它指与货币市场等金融市场之间互动关系的效率水平，即资产组合、均衡利率等；再次，它相对于整个实体经济而言，包括资本形成、资源配置与再配置等；最后，它为转型时期新兴资本市场提供制度供给，促进市场参与者为适应市场竞争所做的制度变革。

### 0.3 国内外研究现状

资本市场是金融体系中最重要的一部分，国内外关于资本市场效率的研究文献和成果也十分丰富，本书的研究就是在此基础上展开的。因此在对资本市场本身的效率和评判标准进行界定时，不能不对西方金融发展理论在金融体系效率方面的研究成果予以回顾和总结。

早期的西方古典金融理论从宏观层面讨论货币供求关系、通货膨胀与就业问题之间关系，从而评价货币与资本因素对经济增长的作用和效果。与此不同，现代金融理论则更多地从微观层面研究金融主体的行为特征，虽然对资本市场效率没有进行专门研究，但对资本市场尤其是股票市场的

信息有效性进行了深入分析，并逐步将研究重点集中在对股票市场的信息有效性的实证研究上面。然而，20 世纪 70 年代以来的各种实证分析结果却相互矛盾，使市场有效性假说受到各种质疑与挑战。而金融市场噪声理论、行为金融理论和混沌理论则试图通过不同的角度和方法，对市场的信息不对称与非理性及市场的不完全竞争现象予以解释。这些金融理论一方面是对市场有效性假说的补充，另一方面也为评价市场效率提供了新的分析方法与思路。尽管如此，市场有效性假说还是揭示了资本市场的部分特征，有助于了解资本市场的运行特点和规律，为规范市场行为提供了理论依据。以此为基础，对资本市场进行的大量实证检验也促进了金融经济理论的研究和数理分析方法的发展。

在哈利·M·马科维茨 (Harry Markowitz, 1952) 提出证券投资组合理论 (Portfolio Theory) 以前，古典金融理论以“货币与实物经济相分离”的“两分法”为手段，从实物经济层面出发，探讨货币职能、银行的流动性、信用机制、货币与经济的关系、国际收支平衡、汇率的决定等问题，其中，以费雪 (1911) 的现金交易数量理论、马歇尔 (1923) 的现金余额数量理论、庇古 (1917) 的剑桥方程式、哈耶克 (1931) 的中立货币理论、勒纳等 (1930) 的弹性理论、卡塞尔 (1922) 的购买力平价理论以及凯恩斯 (1930) 的利率平价理论等最为突出。对资本的效率研究则表现为对经济增长因素中货币、资本、金融市场的作用进行分析。

随着 20 世纪 50、60 年代直接融资的飞速发展，金融市场理论也迅速发展，现代金融理论从传统金融理论的一般均衡分析方法转变为数理模型分析方法，研究对象从宏观层面研究金融转变为从微观层面研究金融行为，从经济金融领域转变为社会工程领域。首先，马柯维茨提出均值-方差分析法，将边际分析用于资产组合，提出有效集的概念。此后，詹姆斯·托宾 (James Tobin, 1958) 证明了给定无风险资产与风险资产的投资组合模型。同年，莫迪利安尼 (Franco Modigliani, 1952) 与米勒 (Merton Miller, 1952) 提出公司融资理论 (MM 模型)。此后，夏普 (Sharp, 1964, 1970)、林特纳 (Lintner, 1965) 和莫辛 (Mossin, 1966) 又几乎同时发展了资本资产定价模型 (CAPM)。斯蒂芬·罗斯则根据证券预期的收益与风险方差建立了最佳的投资组合，即套利定价模型 (APT 模型, 1972)。随后，以纳克斯的国际资本流动理论、戈德史密斯 (Goldsmith, 1969) 的金融结构理论、麦金农 (Ronald I. McKinnon, 1973) 的金融抑制论和爱德华·肖 (Edward S. Shaw 1973) 的金融深化论以及布莱克

(Black, 1970) 的发展中国家汇率理论等开创了现代金融发展理论。卡普尔 (Kapur) 和列文 (Levin) 等人更是将内生经济增长理论引入金融发展理论, 提出了研究金融市场与经济增长关系的理论和实证模型; 而克鲁格曼 (Krugman) 等人提出的金融危机理论对造成资本市场效率损失的金融泡沫进行了理论分析。金融理论上的这些创新丰富了金融效率研究的手段, 扩展了效率研究的领域和视野。

在 20 世纪 50、60 年代形成的资本资产定价模型中, 只要存在一定市场超额收益, 系统性风险就能决定单一证券的超额收益。但在有效率的市场中, 不存在超额收益的证券, 如果存在具有超额收益的证券, 就意味着市场定价方式出现错误, 即意味着市场缺乏效率。这一模型的最大贡献在于协助识别被错误定价的证券, 推动市场完全竞争的形成, 提高市场效率。这一时期, 资本市场的效率被视为资本市场价格发现的有效性。主流经济学围绕证券资产的价格确定进行了系统研究。

但对资本市场效率的真正研究是从尤金·法玛开始的。在他看来, 资本市场的效率在于资本市场能否完全反映各种与市场有关的信息, 即股票的市场价格能否消化和反映市场中的所有信息, 通过定价机制来提高投资者的理性预期能力, 规范其投资行为, 客观上为资本市场进行资源配置提供重要参照。股票市场的有效性假说用信息均衡替代新古典主义的供求均衡, 作为评价股票市场运行状况的标准。而投资者利用各种信息, 寻求被市场低估的目标。投资者在信息上的这种竞争使得在完全有效的市场获得超额收益的概率为零。根据信息范围的不同, 尤金·法玛把资本市场划分为弱式有效市场、半强式有效市场与强式有效市场, 并对此进行了检验。

表 0-2

| 效率形式 | 证券价格完全充分反映信息 |
|------|--------------|
| 强 式  | 内部信息         |
| 半强式  | 公开信息         |
| 弱 式  | 历史信息         |

此后, 有人利用美国证券市场数据, 对市场有效性进行了实证分析。虽然各种实证分析彼此矛盾, 但基本上还是证实了前两种市场假设条件。市场有效性假说暴露出其逻辑上的谬误, 即资产定价均衡模型与市场有效

性假说检验存在循环定义的错误或“联合假设”的问题。由于尤金·法玛没有对信息给予明确定义，而信息又存在不可测量性，信息获得的成本也具有不可度量性，衡量价格反映信息有效性程度难度较大。因此，他（1991）对此予以调整，将市场有效性检验重新分为收益预测、事件研究与私人信息检验三部分。

R. I. 罗宾逊（Roland I. Robinson, 1974）和 D. 怀特曼（Dwayne Wrightsman, 1974）另辟蹊径，将市场效率分为操作效率（operational efficiency）和配置效率（allocational efficiency）。前者指融资过程中与成本对应的效益，即市场运行效率；后者则是将资金引导到具有效率的生产领域的有效性，即市场配置效率。其中，竞争是保证资本形成与配置公平、安全和有效的关键。

A. D. 贝恩（A. D. Bain, 1981）则将金融效率区分为微观经济效率和宏观经济效率。杰克·雷维尔（Jack Revell, 1983）认为金融部门不同于一般生产部门，仅仅根据金融体系本身的运作效率，难以衡量金融部门投入产出的效率，他将贝恩提出的效率归结为结构效率与配置效率。

可见，金融体系的效率虽然难以计量，但的确存在于微观层面的金融体系中，极大地影响到宏观经济的储蓄、投资、经济结构、增长速度与稳定性。对于金融深化与经济增长关系的深入研究是麦金农－肖在金融发展理论中提出的。此后，不断有人对其金融抑制模型进行严密的数学论证，这些论证大多集中在银行与经济增长的关系、股票市场与经济增长的关系等方面，对于投资银行、共同基金、养老基金等飞速发展并成为金融市场主导的现代金融中介体，以及债券市场与经济增长的关系等则少有涉及。

1987年西方国家的股灾和1997年亚洲金融危机促使人们对市场有效性假说提出了进一步质疑，经济混沌理论便被运用来研究资本市场与宏观经济中的混沌现象。其实，自司徒泽（M. Stutzer, 1980）<sup>①</sup>首次在哈维尔模经济增长方程中揭示了混沌现象，使人们认识到建立在传统经济理论基础上的模型存在较大的内在随机性以后，鲍尔丁（Boldrin, 1986）证明了混沌可以是一种实现经济系统一定优化目标的动态行为，巴雷特（Barnett, W.A.）和陈平（1988）首先在实际经济数据中建立了确定性混沌动

<sup>①</sup> Michael J. Stutzer “Chaotic Dynamics and Bifurcation in a Macro Model”. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 1980; (2): 353-376.

力学系统。此后，又有人在股票及期货行情产生的高频经济数据（high frequency economic data）中找到了低维（low dimension）混沌吸引子。而埃德加·E·彼特斯（Edgar E. Peters, 1994）则将分形几何学的分析方法运用于资本市场的分析，对资本市场有效性假说提出了挑战。

国内学者的研究是从 20 世纪 90 年代中期开始的。首先，是从金融效率与经济增长的关系着手，王广谦（1996）分析了金融效率以及金融体系在中国经济增长中的贡献度，谈儒勇（1999）则重点研究了金融发展与中国经济增长的关系，郑江淮、袁国良（2000）还对此进行了实证分析。王振山（1999）则将金融效率与实体经济的效率进行了对比。其次，围绕金融体系中市场化程度相对较高的资本市场效率，借用证券市场有效性假说、会计实证理论等对股票市场的有效性进行实证，或用事件研究方法检验会计信息的有效性，如周末反应、年末反应、小公司效应、内幕消息等进行实证分析。俞乔（1994）、宋颂兴（1995）、吴世农（1996）、陈小悦（1997）等在这方面进行了大量的实证分析。但由于采用的分析方法和样本不一，得出的结论也大相径庭。赵宇龙（1998）、陆建桥（1999 年）、陈晓（1999）、陆宇峰（1999）、徐宗宇（2000）、施东晖等从会计信息管理角度，对会计信息在证券市场的有效性也进行了大量的实证研究。徐绪松、陈彦斌（2000）等尝试采用混沌理论的方法分析了中国股票市场的分形维。刘志新、贾福清（2001）较系统地介绍了市场有效性研究进展，并采用重标级差模型 R/S 分析和乘积过程模型对收益率序列进行随机游走检验。但以上这些研究大都是围绕证券市场进行线性或非线性分析，单纯研究股票市场的信息有效性和资本市场局部均衡的问题。只是郭佳茂（1999）区别了股票市场的有效性与股票市场效率二者的差异，提出用“效率论吸纳有效论”。苟文均（1999）、陈孝兵（2000）比较了资本市场与货币市场之间的关系，对其运营效率分别予以分析。2001 年初以来，国内经济学界就股票市场的性质与发展现状展开了激烈的争论，其核心实际上就是中国股票市场是否具有基本的资源配置效率，即股票市场与实体经济是否存在相关性、协调性、稳定性的问题。

应该指出，对资本市场有效性的研究都是有益的探索，并获得了初步的结论。但这些研究存在一定的局限性，一是集中在对证券市场尤其是股票市场价格效率的假设和检验方面，忽略了对资本市场整体效率的考察。二是假定资本市场不存在制度性与结构性差异，不仅忽略了发达国家之间资本市场的差异，也忽略了发展中国家与市场经济转型时期国家的资本市

场的特征。简单地以发达国家尤其是美国资本市场作为参照，规划和发展市场经济转型时期国家的资本市场，不仅是不现实的，而且是十分危险的。1997年以来的亚洲金融危机再次证实了这一点。三是市场价格反映信息的有效性不能完全替代资本市场在储蓄转化为投资即资本形成与资源配置方面的效率，也不能用来解释资本市场与实体经济之间的互动关系对市场效率的影响。四是对线性分析模型的依赖使得市场效率的定义过于偏颇，研究方法也显得过于狭窄，无法准确地对资本市场效率进行整体上的把握和评价。

## 0.4 指导思想和主要研究方法

综合运用实证分析与规范分析是本书的突出特点之一。实证分析 (positive analysis) 对现实经济运行的前提与结果不进行主观的价值判断，仅以经济行为的效率或效益作为判断标准。对经验事实所做的归纳和总结，形成不同的逻辑起点，有赖于分析者的研究视角、理论积累和分析方法。由于中国资本市场发展时间不长，样本空间太小，对其效率进行实证分析存在一定的难度。相对而言，中国股票市场的连续性较强，与实体经济存在一定的联系，本书主要以此为样本展开分析。另一方面，通过放宽市场有效性假说等国外学者提出的条件假设，如将信息成本考虑在内，取消租税为零的假设，分别考察资本市场内部的局部均衡及其与实体经济间的动态非均衡关系等，对资本形成和资本配置效率及其改进方式进行规范分析 (normative analysis)。

对于同一对象的不同方面或对不同对象的同一问题进行历史纵向或国际横向比较，有助于实际的科学判断。如爱德华·肖与麦金农对私有经济体制下发展中国家金融发展的分析，与中国以公有制经济为主的体制下金融发展的制度基础存在较大差距，机械地引用其理论，无助于正确地制定中国金融发展策略和资本市场效率改进模式。

本书分别采用线性分析和非线性的分形分析方法对中国股票市场的有效性进行实证研究，并对不同制度背景下资本市场效率差异予以比较分析；并通过对美国、日本等不同融资模式的资本市场效率水平进行比较，说明制度性差异对资本市场效率的影响。本书沿用马克思对于利率形成机制、虚拟资本及社会再生产模型假设等方面的论述，通过比较新古典主义与新凯恩斯主义对于实际利率形成根源的论述，探索资本市场与实体经济

增长效率间的关系。

逻辑推理对于分析是不可或缺的，而复杂的数理分析则可以准确地体现这种逻辑上的严谨与缜密。因此，本书不仅采用概率论、数理统计等传统数学工具，而且尝试采用混沌理论中的分形几何学等现代数学工具对中国初步形成的资本市场的效率进行定量分析，力争尽可能真实地反映中国变化日趋迅速和纷繁复杂的资本市场运行状况。

笔者确信，综合运用实证分析与规范分析、逻辑分析与比较分析、历史分析与归纳分析、静态分析与动态分析、定性分析与定量分析等多种方法；同时，结合中国资本市场改革与发展实践，借鉴国际资本市场的发展经验，吸收现代经济学的最新研究成果，广泛参考国内学者关于金融与资本市场效率的研究成果；才能诠释结构严密、功能复杂、发展迅速的中国资本市场效率的演进及其与实体经济的关系。

## 0.5 基本结构

本书通过对中国资本市场的效率进行系统研究，将资本市场效率的概念加以扩展。这既是 1997 年以来亚洲金融危机引发的对市场有效性假说重新验证的产物，也是长期以来人们重新审视虚拟经济体系内部的运行效率及其与实体经济协调发展关系的需要。因此，用市场有效性假说界定资本市场效率过于狭窄，必须打破市场有效性假说的固有定义范围和研究方法，从资本市场与实体经济增长之间的相关性、协调性、稳定性角度来界定和衡量资本市场效率，重点考察资本市场对资源配置的效率。这样，本书将资本市场效率的定义和评估体系置于实体经济的背景下，但又区别于实体经济本身效率的评估体系和方法。

本书从微观和宏观两个层面界定资本市场效率的内涵。前者指结构效率包括金融资产的种类、规模、组织机构等和资金、产权、经理人才等资源的配置效率以及资本市场的交易、运行及管理效率等。后者则指资本形成率、资本深化率、资本市场的稳定性及其与实体经济的协调性等。而资本市场与实体经济的协调性表现在二者之间的相关性及这种关系的稳定性和良性互动的机制等。归根到底，资本市场的效率要通过与实体经济的协调性，促进经济的持续性发展来实现。

因此，本书不仅研究资本市场的效率，而且研究资本市场效率的构成及其影响因素，研究资本市场如何发挥其根本的功能，即适度地促进全社

会的资本形成，实现与货币市场之间的利率均衡；保持资本市场体系的稳定，规范市场主体行为，提高资本市场配置资金的效率，保持实体经济的持续、稳定、均衡的发展等。本书还对市场制度与市场结构、股权结构、公司治理结构和经营绩效等影响资本市场效率的内在因素以及租税、政府监管等外在因素对资本市场效率的影响进行分析，深入剖析造成中国资本市场效率现状的深层因素。通过对股票市场效率、资本外逃、市场泡沫及债转股效率进行实证分析，从整体上全面考察资本市场的效率水平。

金融投资界赖以基础的莫斯柯尔和瑞摩顿（*Mschole Rmerton*）的 *Black-Scholes-Merton*（1997）理论模型在 1998 年金融危机中受到严峻挑战，部分原因是由于市场有效性假说对“呈分形分布而非正态分布的不连续的突发事件”对资本市场金融资产价格影响的解释力不足。其实，即使是用纯西方主流经济学的眼光来看，线性分析的方法也是有限的。目前，中国经济体制处于转型时期，资本市场内部结构不健全，资本市场的功能因受到制度性约束而无法充分发挥，证券市场价格经常出现剧烈波动。采用传统的线性方法显然难以预测市场价格的波动，不利于对市场建立准确的预期，真实地反映资本市场的效率水平，从而影响制定资本市场效率的改进策略和对风险监管的改善。因此，本书尝试采用“分形市场假设”解释资本市场内部经常出现的“不具备切线的曲线”的“大变化”。分形市场分析可用来对线性和非线性现象进行分析，也可用来对证券收益率的长期记忆或记忆结构进行分析，即用重标极差分析方法（*rescaled range analysis*）来确定长期记忆效应。笔者期望，本书所进行的实证分析有助于揭示转型时期中国资本市场效率的特征和规律，建立符合资本市场市场化、法制化、国际化趋势的效率改进模式和风险监管体系。

笔者以为，资本市场中微观主体的预算软约束、市场的制度性缺陷、资本市场内部及其与实体经济之间的非均衡关系共同作用所引起的功能性缺损是造成中国资本市场经常出现“呈分形分布的大变化”的主要原因之一，因此，提高中国资本市场效率的关键在于：以资本市场与实体经济的协调性发展为参照，建立法制化的制度性规范，提高其市场化程度，优化资本市场结构，改进资本市场功能，规范市场参与主体的行为方式，健全资本市场与货币市场、劳动力市场、经理市场等相关市场之间的协调机制，将资本市场效率的改进与稳步推进国际化的进程相结合，以此作为改进中国资本市场效率的推动力。

本书由以下章节组成。

第 1 章对国内外资本市场效率相关理论进行系统全面的文献回顾和评论，对马克思和西方经济学界关于货币、银行、信用、资本、资本市场和金融市场等及其与经济增长关系的论述，尤其是对现代金融理论关于资本市场效率的理论和实证模型予以概括和总结，为进一步分析提供逻辑起点。

第 2 章对中国资本市场效率进行理论分析，分析了资本市场的局部均衡、资本市场与货币市场、资本市场与实体经济之间的动态非均衡关系，剖析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因素，初步建立起衡量资本市场效率的指标体系与方法。

第 3 章对中国资本市场信息反映的整体有效性进行实证分析。首先，分别采用线性分析和分形分析方法，对股票市场收益率时间序列的弱式有效性进行线性和非线性随机游走检验；其次，对国有股减持政策引起的市场过度反应进行检验；最后，对股票市场泡沫进行实证分析。

第 4 章通过建立实证模型，对股票市场利用价格信号配置资金的效率进行检验，并对国有企业债转股政策的效率进行剖析和评价。

第 5 章则从资本市场内部对资本市场结构与微观主体的公司治理对市场效率的影响进行分析，分别从债券市场与股票市场之间的非均衡发展及债券市场内部的分割、上市公司股权结构对公司治理结构及经营绩效角度剖析市场内部引起效率低下的微观因素。从资本市场结构缺陷角度研究债券市场结构上的非均衡对资本市场效率的影响，并对股权结构对于公司治理绩效及资本市场效率的影响进行了实证分析。

第 6 章对影响中国资本市场效率的租税和市场监管等外在因素予以分析，对影响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、消费税和所得税等进行研究；通过市场监管体制和政策的演变分析其对资本市场效率的影响，并探索监管法制化、规范化、科学化的路径。

第 7 章通过比较不同金融发展模式的效率差异及金融抑制、金融约束对资本市场效率改进的影响，分析金融全球化趋势下的金融创新对资本市场效率改进模式的决定，提出以市场化、法制化、国际化及金融创新改进中国资本市场效率。

## 0.6 难点、不足及创新之处

由于中国资本市场发展时间不长，资本市场的各种基础脆弱，数据统计难度较大，为实证分析带来较大困难。其次，资本市场结构不均衡，对其效率研究显得偏颇，大部分分析实际上是限制于在对股票市场的可流通部分，分析结论也只具有有限的合理性，不能与西方国家同类分析相提并论。建立在结构非均衡基础上的各种实证分析模型是否具有普遍的解释力也需要进一步的论证。涉及资本市场效率的问题众多，并非本书所能涵盖，因此仅就重点问题加以探讨，以求抛砖引玉。

本书借鉴前人研究成果，对资本市场效率相关理论进行了翔实分析，力求在分析方法和分析对象以及效率改进模式上取得一定进展，这些进展主要包括以下几个方面：

首先，从理论和实证两方面论证了股票市场内部的结构分割与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原因；债券市场与股票市场之间的结构非均衡与国有股权的预算软约束构成了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的动态非均衡现象，本书剖析了资本市场存在分形现象的深层次原因，即分割的资本市场制度与资本市场结构的非均衡等，是分形市场假说在中国资本市场效率分析中的现实基础。

其次，分别采用线性分析和分形分析方法，对股票市场的线性随机游走和非线性随机游走予以检验，通过对国有股减持政策在股票市场中的过度反应进行实证检验，证实了国有股（包括法人股）的可流通性是影响股票市场乃至资本市场结构变动的最重要变量；而通过对股票市场根据价格信号配置资源的效率进行实证分析，提出企业经营绩效并未成为资本市场配置资源的依据，因而资本市场配置效率存在偏差的结论。

再次，对近年来推进规范化监管政策以来的股票市场泡沫水平进行了实证分析，并对泡沫与泡沫化予以适当区分；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予以评估，明确指出，对国有企业实施的债转股政策效果不佳，中长期信贷市场不良资产形成机制尚未得到根本扭转。

最后，分析了政府租税制度和监管制度对资本市场效率的影响，深入分析了税收制度、交易佣金制度对资本成本的影响，以及市场监管制度对

资本市场效率的影响，提出通过市场化、法制化、国际化和金融创新的发展模式来改进中国资本市场效率。

由于笔者才疏学浅，加之中国资本市场技术数据的统计体系不健全，运用乘积过程模型、混沌分析等非线性方法检验市场有效性，准确计算分形维、关联维等还存在一定难度，而且这种数理分析方法在金融经济理论中的应用尚处于探索之中，对资本市场效率理论模型的检验也需进一步研究论证。

## 第 1 章

# 资本市场效率理论： 文献回顾与评论

资本市场是现代市场经济体系中最重要、最发达、最接近完全竞争状态的组成部分，其效率的最优状态实际上在很大程度上取决于与经济运行和增长的最佳状态相协调。其理论基础主要建立在资本流通理论、货币信用理论、金融发展理论及市场有效性假说、金融市场理论等金融学说基础上，而这也是本书论述的逻辑起点。

## 1.1 马克思主义经典著作中关于效率的论述及评论

资本市场的效率虽然并非马克思主义经典著作研究的出发点和归宿，但其独特而完整的政治经济学逻辑体系中仍散见多处关于货币、银行、信用、股份制度和股票市场、虚拟资本以及利率均衡等问题与效率之间关系的独到见解。

### 1.1.1 货币、股份制、信用制度与效率

在马克思看来，货币的出现提高了商品交换的效率，从而促进了社会与经济的发展。他将货币称为物物交换之外的第三种商品，“这第三种商品由于成为其他各种商品的等价物，就直接取得了一般的或社会的等价形式”<sup>①</sup>。

单一资本的生命在于不断地循环、周转。货币资本循环是产业资本循环的三种职能形式之一，即  $\cdots G - W - P \cdots W - G'$ ，也就是预付资本通过

马克思，《资本论》第 1 卷第 106 页，人民出版社 1975 年版。

资本循环过程后获得比预付货币更多的货币额。而全部预付资本购买一切商品包括劳动力、劳动资料和生产资料是资本循环的开始，“不仅单个资本如此，就社会资本也是如此。”<sup>①</sup> 预付资本的规模和循环速度不仅决定了单个资本再生产的规模和速度，也决定了社会总资本再生产的规模和速度。因此，单一预付资本的运行效率决定着社会总资本的运行效率。其中，资本循环和周转需要各个单一市场具备完善发达和协调运行的机制，且作为资本运行载体的企业具有相应的制度保证，以及其他经济要素与之配套等。

马克思对股份制度进行了大量的论述，在他看来，股份制度“集中补充了积累的作用，使工业资本家能够扩大自己的经营规模”<sup>②</sup>，股份制度成为某些占压倒优势资本吸引其他资本的组织形式，“联合起来的不是单个人而是资本”<sup>③</sup>，因为“信用制度是资本主义的私人企业逐渐转化为资本主义的股份公司的主要基础，它从根本上改变了经济发展的进程，因为它导致积聚，导致生产的社会化”<sup>④</sup>，“很容易把货币转化为资本”<sup>⑤</sup>。但股份制度也是对资本的个人所有制的否定，“是作为私人财产的资本在资本主义方式本身范围内的扬弃”<sup>⑥</sup>，“这种财产不再是各个相互分离的生产者的私有财产，而是联合起来的生产者的财产，即直接的社会财产”<sup>⑦</sup>。股份制公司的出现使得“生产规模惊人地扩大了，个别资本不可能建立的企业出现了”<sup>⑧</sup>。

马克思还指出：“现代信用制度既是资本积聚的结果，又是资本积聚的原因”<sup>⑨</sup>。现代信用制度不仅“提供在一定界限内绝对支配别人的资本、别人的财产，从而别人的劳动的权利”<sup>⑩</sup>，促进社会资本的集中；而且促

马克思，《资本论》第2卷第393页，人民出版社1975年版。

② 马克思，《政治经济学批判》，《马克思恩格斯全集》第46卷第63页，人民出版社1975年版。

③ 马克思，《法国的 CREDIT MOBILIER》，《马克思恩格斯全集》第12卷第37页，人民出版社1975年版。

马克思，《资本论》，《马克思恩格斯全集》第25卷第498页、第296页，人民出版社1975年版。

⑤ 同上。

⑥ 马克思，《资本论》第3卷第493页，人民出版社1975年版。

⑦ 马克思，《资本论》，《马克思恩格斯全集》第25卷第493~497页、第519页、第540页，人民出版社1975年版。

⑧ 同上。

⑨ 马克思《政治经济学批判》，《马克思恩格斯全集》第46卷上第64页。

⑩ 马克思，《资本论》，《马克思恩格斯全集》第25卷第493~497页、第519页、第540页，人民出版社1975年版。

进资本在社会分工的各个部门之间的重新配置和社会利润的平均化，提高全社会资本的组合同效率，促使社会再生产均衡发展。

另一方面，信用制度也扩大了企业经营规模和彼此间的联系，减少了生产经营中对货币的需求量，并降低了货币交易量，节省现金流量和相关费用，加快了单个资本循环乃至全社会资本再生产过程的运动。而企业间的这种信用关系成为商业票据市场的基础，奠定了现代金融市场的基石，他说货币市场是随着信用制度的发展而兴起的。信用制度还放大了货币的交易职能，并加快货币流通速度；而在信用基础上发展出来的信用工具也节省了流通费用。因此，信用制度不仅是股份制度、现代金融制度的直接基础，也是剩余价值资本化的重要催化剂，它加快了社会财富进入再生产领域的进程，极大地提高了资本的使用效率。

此外，马克思还指出，信用制度推动了职业经理阶层的产生。“这个资本所有权这样一来现在就同现实再生产过程中的职能完全分离，正像这种职能在经理身上同资本所有权完全分离一样”<sup>①</sup>，建立在信用制度基础上的所有者与管理者之间的这种委托代理制度促进了实物资本与人力资本的结合，为社会资本得以被更为专业和有效地管理提供了条件。

### 1.1.2 虚拟资本与效率

虚拟资本（virtual capital）是马克思创造性的发现之一，他初步分析了虚拟资本与金融运行效率及经济运行效率的关系。他把商业信用与银行信用区分开来；在此基础上，又将与现实经济运动相对立的符号经济形式——商业票据与生息资本的派生形式——银行券分离；然后，把完全没有或部分没有信用保证和黄金保证的银行券称为虚拟资本。由此，他认为，虚拟资本虽然本身没有价值，不是现实存在的资本，只是“现实资本的纸制品”，但它却是生息证券之一，也能带来剩余价值。以后他又将虚拟资本的形式扩展到国债、股票等有价值证券。

在他看来，在生息资本基础上形成的定期领取收入的所有权证书的虚拟资本作为一种特殊商品交易，其市场价值来自他所带来的收入的资本化。这种资本的虚拟性扩大了商业和银行等部门的信用基础。“这些证券只是幻想的，它们的价值额的涨落和它们有权代表的现实资本的价值变动

<sup>①</sup> 马克思，《资本论》，《马克思恩格斯全集》第25卷第493~497页、第519页、第540页，人民出版社1975年版。