资本市场有效性检验：上市公司、投资者结构及交易制度

朱　汇　杜金峰　杭诗敏

摘　要　一般认为，A 股目前仍为弱式有效市场，与美国资本市场已达到的半强式有效市场存在差距。从信息生产环节、信息解读环节、信息传输环节分别进行对比，可以发现美股市值集中度更高，投资者投资与交易均集中于大型公司，交易制度和信息披露制度更加完备。基于两个资本市场的对比，本文在政策支持、提高上市公司质量、提升专业机构投资者占比、完善交易制度和信息披露制度等方面提出相关建议。

关键词　市场有效性　投资者结构　信息披露制度

一、引言

近期包括证监会在内的多部门相继行动，积极“活跃资本市场、提振投资者信心”。国务院副总理何立峰在部署走访上市公司工作、推动上市公司高质量发展全国视频会议上强调以推动上市公司高质量发展助力信心提振、资本市场稳定和经济高质量发展；证监会发布《证监会统筹一、二级市场平衡优化 IPO、再融资监管安排》，发布《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红（2023 年修订）》，修订发布《上市公司股份回购规则》，召开推动上市公司提升投资价值专题座谈会，强调依法从严打击欺诈发行、财务造假等信息披露违法行为；证监会副主席王建军接受媒体采访，主张建设以投资者为本的资本市场等，这些政策与行动对提高市场有效性实有必要。在 A 股市场承压、“救市”政策密集出台的当前背景下，探索如何提升我国资本市场有效性的路径具有重要的现实意义。

对比影响中美两国市场有效性的相关因素。①从上市公司维度，无论市值规模抑或交易集中度，大型上市公司对美国市场的代表性均较强，而美国市场的有效性也体现在大型上市公司的股价对于市场可利用信息的反映程度。对于 A 股而言，市场有效性则更大程度受到中小企业的交易有效性影响。②从投资者维度，美国市场专业机构投资者的投资和交易更集中于代表美国市场的大市值上市公司，更为活跃的交易也有助于该类公司的股价快速反

朱汇，中信证券股份有限公司股票资本市场部高级副总裁；杜金峰，中信证券股份有限公司股票资本市场部高级经理；杭诗敏，中信证券股份有限公司股票资本市场部高级经理。

映市场可利用信息，提升美国市场的有效性。A 股市场的非专业投资者占比更高，同时部分专业投资者受考评短期化的影响，交易更集中于中小市值公司，受市场“噪声”影响交易过于频繁，对市场整体有效性的提升存在不利影响。③从交易和信息披露制度维度，美国市场更支持拥有大额资金的专业机构投资者利用更便利和多元化的交易手段，根据市场可利用信息快速定价。从信息披露的要求来看，A 股市场的信息披露要求更为细致，强制性披露内容相对更多，而美国市场一定程度上更有利于上市公司规范、快速向市场传递信息。

基于上述分析，本文针对提升我国资本市场有效性，在政策支持、提高上市公司质量、提升专业机构投资者占比、完善交易制度和信息披露制度等方面提出若干建议。

二、市场有效性的对比分析 ①

本文重点比较中美两国资本市场的差异，寻找我国资本市场有待进一步改善提升的方面。从资本市场参与主体的角度来看，在资本市场中，上市公司将信息传递给投资者，投资者基于信息对上市公司的价值进行判断，在价格形成机制中，信息是否准确、有效和及时是影响市场有效性的关键因素，因此本文将从信息生产环节（上市公司）、信息解读环节（投资者）及信息传输环节（资本市场基础设施）等角度来分析中美两国资本市场的差异。

（一）美股市值和交易均集中于大型公司

从信息的生产者上市公司角度来看，将信息及时和有效地传递到市场参与者是价格形成机制的重要组成部分。从内部来看，在外部投资者及监管机构的压力下，大公司的内部公司治理相较于小公司更为成熟；从外部来看，在一个相对成熟的市场中，受限于专业机构的研究精力及能力，专业机构会将有限的研究精力投放在大市值公司中，其价值的挖掘及发现更为充分，更有利于市场有效性的提升。因此在有效市场假说的理论框架下，大公司由于具有较好的公司治理结构和更多的专业机构投资者关注，其信息的对外披露及价格发现功能相对小公司更好，信息传递更为充分，所以大公司占比越高则对市场有效性的提升越为有利。

1. A 股上市公司市值集中度不及美股

市值是反映上市公司规模的直观指标，统计不同市值区间的上市公司市值与数量占比有助于更好地展示 A 股和美股的资本市场结构。结合上文分析，大市值公司占比更高的资本市场应当具有更加充分的信息披露和价格发现机制。本文对两个资本市场的上市公司市值结构进行对比，如表 1② 所示。从市值角度来看（为统一标准，按人民币计量），美股中超过 1 000 亿

① 对有效市场假说的理论梳理和实践验证，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

② 市值及数量数据来自Wind数据库中的“股票-数据浏览器”对应“全部A股”及“全部美股”的个股市值及数量。

表 1　A 股与美股上市公司市值结构对比

市值分布（人民币）	市值占比		数量占比	
	A 股	美股	A 股	美股
＞ 1 000 亿元	39.54%	86.32%	2.18%	11.07%
500 亿元 ~1 000 亿元	10.51%	5.63%	2.37%	5.87%
200 亿元 ~500 亿元	16.60%	4.59%	8.82%	10.66%
40 亿元 ~200 亿元	27.15%	2.79%	50.62%	20.81%
≤ 40 亿元	6.20%	0.66%	36.01%	51.58%

数据来源：Wind，数据截至 2023 年 12 月 31 日。

元人民币的上市公司数量占比 11.07%，市值占比高达 86.32%，超过 200 亿元人民币的上市公司市值占比为 96.54%，头部集中效应明显。相比之下，A 股超过 1 000 亿人民币市值的上市公司数量仅占 2.18%，市值占比为 39.54%，数量占比最多的是市值在 40 亿 ~200 亿元之间的公司，其市值占比为 27.15%。因此，A 股的上市公司市值集中度仍有待提升。

2. A 股和美股交易分别集中于中小市值和超大市值股票

除市值结构外，二级市场交易集中度也能反映资本市场结构，投资者在形成自己对股票价格的判断后通过买入或卖出交易进行反馈。本文将 A 股和美股交易集中度进行对比，如表 2[①] 所示。从交易集中度来看，A 股交易集中度最大的是 40 亿 ~200 亿元之间的中小市值股票，占比为 45.84%，而美股交易集中度最大的是超过 1 000 亿元的超大市值股票。对于不超过 40 亿元的小市值股票，A 股仍有 12.73% 的交易占比，而美股仅占 1.23%。在成熟资本市场中，市场投资者的交易主要集中在大市值公司，进行充分的行业研究及价值发现，而对于小市值公司，由于缺乏专业机构投资者的行业研究及价值发现，成交并不活跃。

表 2　A 股与美股交易集中度对比

市值分布（人民币）	A 股	美股
＞ 1 000 亿元	14.23%	78.20%
500 亿元 ~1 000 亿元	8.50%	8.23%
200 亿元 ~500 亿元	18.70%	7.04%
40 亿元 ~200 亿元	45.84%	4.14%
≤ 40 亿元	12.73%	1.23%

数据来源：Wind，数据截至 2023 年 12 月 31 日。

（二）中美市场投资者结构存在较大差异

从信息的解读者投资者角度来说，投资者接收到上市公司披露的信息后能否充分解读并做出反馈取决于投资者是否理性、是否具备专业的投资能力。

就资本市场中的投资者行为分析来看，资本市场中专业机构投资者具有规模经济优势和信息优势，具体体现在其信息

① 年成交金额及整体市场年成交金额数据来自Wind数据库中的“股票-数据浏览器”对应“全部A股”及“全部美股”的整体市场年成交金额及个股的年成交金额。

表 3　资本市场中的投资者分类

投资者类别	定义	行为特征
专业机构投资者	具有专业知识、专门从事金融交易的机构，主要包括公募基金、证券公司、银行、保险、私募基金管理人等机构	具有信息优势，具有研究能力，对信息具有较快的研究及反应能力
产业资本	主要包括上市公司的控股股东、非金融类企业、财政部、中央汇金公司、各地方政府投资平台等	主要是上市公司的控股股东及为履行国家出资义务的国有出资平台，持股较为稳定，交易较不活跃
个人投资者	主要包括一般个人投资者，也包括部分个人持股的大股东	一般个人投资者侧重政策面的消息，轻基本面研究，容易受到市场“噪声”的干扰

搜寻、信息分析、信息发布上更迅速，其交易可以对信息进行反映并且可以提高股价的调整速度（表 3）。

专业机构投资者对资本市场有效性的作用途径很多，主要通过持有和交易两个途径影响市场效率。①专业机构投资者的持仓，首先可以提高对上市公司的关注度和研究，其次可以影响上市公司内部治理，改善上市公司的信息披露质量，最后是专业机构投资者的研究更偏向于基本面研究，减少投机性交易。②专业机构投资者的交易行为更为理性，使股价归于合理区间，起到稳定市场的作用，提升股价的信息含量。

与之相比，个人投资者在收集信息的完整度、分析市场形势的专业性、资金实力及交易工具运用等方面存在劣势，更容易受到“消息”“舆论”等市场“噪声”的干扰。

1. A 股和美股分别以个人投资者和专业机构投资者为主

基于以上分析，本文对 A 股和美股的投资者结构进行对比，如图 1~3[①] 所示。

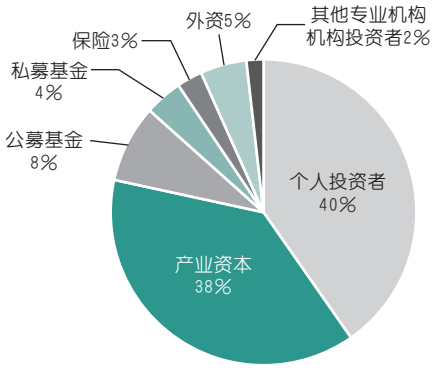
中国具有庞大的个人投资者群体，数据表明[②]，我国个人投资者开户数量超过 2 亿户，而美国个人投资者开户数量约 8 000 多万户。

从持有总市值来看，A 股持仓最多的是个人投资者（占 40%）和产业资本（38%），专业机构投资者（包括公募、外资、私募、保险等机构）占比仅 22%，而美国专业机构投资者（包括基金、外资、养老金和保险等）持有美股总市值的占比达 55%，约为 A 股两倍以上。如果按流通市值来看，A 股的个人投资者占比更高，达 54%。

从两国市场头部公司的股东结构对比

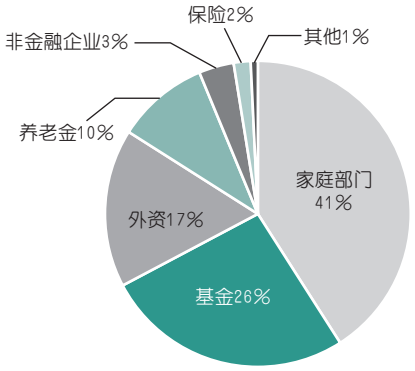
① A股投资者机构（总市值口径）及A股投资者机构（自由流通总市值口径）数据来源于申万宏源研究《从投资者结构变化看提振市场信心——2022年投资者结构全景分析》的相关测算。

② 我国个人投资者数据来自中国证券登记结算有限责任公司《中国证券登记结算统计年鉴2022》，自然人投资者数量指持有未注销、未休眠的A股、B股账户的一码通账户数量，截至2022年年底为21 162.74万户；美国个人投资者数据来自公开报道整理。



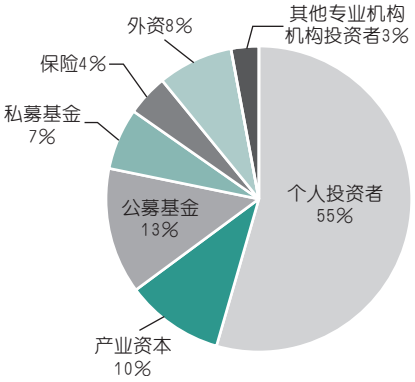
数据来源：申万宏源研究，数据截至 2022 年 12 月 31 日。

图 1　A 股投资者结构（总市值口径）



数据来源：美联储，数据截至 2022 年 12 月 31 日。

图 2　美股投资者结构（总市值口径）



数据来源：申万宏源研究，数据截至 2022 年 12 月 31 日。

图 3　A 股投资者结构（自由流通总市值口径）

来看（附表 1[①]），如果挑选前十大市值公司的前三大股东进行分析，A 股前十大市值公司，持股靠前的大多数为政府、国资及产业资本，且持股集中度较高，而美股前十大市值公司，除个别创始人持股外，绝大多数持股均为专业机构投资者，且持股集中度低。

由于专业机构投资者具有规模经济优势和信息优势，专业机构投资者占比越高，对市场有效性的提升越为有利，因此目前 A 股市场在专业机构投资者占比方面还有待提高的空间。

2. A 股换手率高于美股

由于 A 股市场中个人投资者占比最高，而美股以专业机构投资者为主，投资者结构的差异也会导致换手率的差异，两个市

① 见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。市值数据来自Wind数据库中的“股票-数据浏览器”对应“全部A股”及“全部美股”的个股市值，按照市值从大到小排序，选取市值前十名的两个板块公司，A股前三大股东数据来自Wind数据库中“个数数据-股东股本-十大股东明细”，美股前三大股东数据来自Wind数据库中“个数数据-股东股本-大股东”。

场的换手率对比如表 4 所示[①]。

表 4　A 股与美股换手率对比

市值分布（人民币）	A 股换手率	美股换手率
＞ 1 000 亿元	69.27%	120.93%
500 亿元 ~1 000 亿元	138.20%	257.37%
200 亿元 ~500 亿元	213.89%	231.61%
40 亿元 ~200 亿元	352.44%	65.68%
≤40 亿元	484.04%	54.96%
合计	225.02%	91.37%

注：换手率采用成交量 / 流通股口径，美元汇率采用 2023 年 12 月 29 日人民银行公布的美元中间价。
数据来源：Wind，数据截至 2023 年 12 月 31 日。

从换手率角度来看，A 股换手率较高，近一年 A 股整体的年换手率为 225.02%，远高于美股 91.37% 的年换手率，说明 A 股具有较强的交易性属性。从内部结构来看，A 股市值越大，换手率越低，换手率最高集中在市值低于 40 亿元的小市值公司。而 A 股小市值公司的专业机构持股比例较低，除大股东外主要是个人投资者持股，个人投资者更容易受市场情绪及板块题材的影响而频繁交易。

相对而言，美股的整体换手率水平较低，但是大市值公司的换手率并不低。大市值公司的专业机构投资者持股比例较高，机构博弈及价值发现较为充分，公司相关信息可以通过业绩路演和交流及时传递到市场中，投资者的价值投资属性更强，一定程度上促进了信息的有效传递及分析。

从投资者结构对比和交易特点来看，美国市场专业机构投资者投资和交易更集中于代表美国市场的大市值上市公司，更为活跃的交易也有助于该类公司的股价快速反映市场可利用信息，提升美国市场的有效性。对于 A 股市场而言，非专业投资者占比更高，交易也更集中于中小市值公司，受市场“噪声”影响的交易较为频繁；同时，对于公募、保险等专业机构投资者，其投资考核也高度短期化，从而刺激了追涨杀跌的投机风气，放大了市场波动，不利于市场整体有效性的提升。

（三）中美交易制度和信息披露制度存在差异

从信息传输环节来看，在有效市场理论框架下，资本市场基础设施对于市场有效性的贡献也十分重要。完善且多元化的交易制度、良好的信息披露制度均有利于市场有效性的提升。从交易制度来看，如果采用可以当日回转的清算及交收制度，股票价格将对信息做出及时反馈，促进了市场有效性。而多元化的交易工具、广泛存在的套利行为也有助于市场有效性的达成。从信息披露制度来看，及时且有效的信息披露制度是有效市场的重要保障。上市公司的历史信息、公开信息如果可以及时、完整地传递给市场，就会减少投资者通过炒作信息来获取超额收益的情况。

1. 美国拥有更多样的交易制度

就清算及交收制度来看，目前我国资本市场上，实行“T+0”制度的主要是债券、

① 换手率及流通股数据来自Wind数据库中的“股票-数据浏览器”对应“全部A股”及“全部美股”的个股的换手率及流通股数据。

权证、A 股 ETF、债券 ETF、黄金 ETF、商品期货 ETF、货币 ETF、跨境 LOF，而 A 股股票使用的清算交收和交易制度是股票对应“T+1”制度，而资金对应“T+0”制度。即 T 日买入的股票在 T 日不可卖出，在 T+1 日后才可以卖出；T 日卖出股票所得的资金虽然无法转入银行账户，但在 T 日可以进行回转交易再次买入股票。与此同时美股市场更倾向于鼓励持有大额资金的账户开展“T+0”回转交易，其会根据账户属性，设置不同的交易方式。达成市场有效性的关键是信息传递的真实、准确及完整，在信息传递过程中，“T+0”当日回转交易制度下不存在时滞限制，投资者可以根据行情变动在当日买卖股票，规避日内波动，反映市场的真实供求状况，防止市场价格发生扭曲。

从市场交易手段来看，市场达到有效的前提之一就是专业市场参与者的套利行为广泛存在。如果市场上存在大量专业的参与者，那么他们会迅速地卖空价值被高估的资产、买入价值被低估的资产，使资产价格能迅速地回归真实水平。与 A 股对比，美股市场有丰富的交易手段，可以买涨也可以卖空，特别是利用股票和对应的期权可以组合出各种各样的投资策略，对冲风险。就交易的反应速度而言，美股较为发达的高频量化交易可以及时交易，有效提高市场效率，迅速弥平市场上被高估及低估的资产，以提高市场的有效性。而与之对比，A 股市场的高频量化交易及股票卖空制度仍然处于发展初期，相关制度仍处于起步或者探索阶段。

2. 美国的信息披露制度优势在于其差异化的监管安排

就定期报告及重大事件的披露，中美两国在成文法的制定方面相对差异度较小。中美之间的主要差距在于，美国在采用统一的披露监管规则的基础上，采用了较为灵活的监管策略（表 5），既可以避免

表 5　美国交易账户分类监管

账户类型	分类标准	回转交易制度监管限制
现金账户（Cash Account）	总值少于 2 000 美元	1. 不能进行融资融券、日内回转、透支和卖空等交易； 2. 同一只股票在 5 日内不能买卖 3 次以上，否则账户将被冻结 90 天
融资融券账户（Margin Account）	总值在 2 000 到 25 000 美元之间	1. 可以开展融资融券、期权等交易，5 天之内仅能 3 次“T+0”交易的机会； 2. 超过限制次数则会立即被禁止交易，并在 3 个交易日后自动转为现金账户
回转交易账户（Day Trading Account）	总值超过 25 000 美元	1. 账户最低净值需保持 25 000 美元以上，低于该数值，账户会立即被冻结 90 天； 2. 如果 90 天内没有“T+0”交易，会自动转为普通融资融券账户
典型回转交易账户（Patter Day Trading Account）	总值超过 25 000 美元；“T+0”回转交易次数占比达到同期交易总额的 6% 以上，且存在 5 日内的第 4 次及以上的交易记录	1. 账户最低净值需保持 25 000 美元以上，低于该数值，账户会立即被冻结 90 天； 2. 如果 90 天内没有“T+0”交易，会自动转为普通融资融券账户

频繁地更改披露规则体系，又可以针对实际情况，快速进行监管调整。主要包括中小企业差异化定制披露和高风险及重要企业事后差异化监管两个方面。

就中小企业差异化定制披露来看，为促进中小企业登陆资本市场，美国证监会从 1979 年开始就尝试进行中小企业差异化定制披露。2007 年，将较小报告公司的定制披露从 S-B 规则下的定制化披露项目移入 S-K 和 S-X 规则[①]，并从 2008 年起允许其逐项选择使用。2012 年实施的 JOBS 法案[②]又进一步提出：新兴成长公司可以免除或变更某些在财务状况、内控、高管薪酬等方面的 S-K 规则的披露要求。差异化定制披露虽然通常是简化通用标准，包括缩短披露的时间区间要求，或减少、豁免某类披露，但不会删减对投资者保护重要的信息，甚至还会有额外要求。对某些已简化要求的内容，在特定情况下仍需要遵循通用标准进行披露。

高风险及重要企业事后差异化监管方面，针对财务报表重大重述、股价重大异动、市盈率存在差异的新兴公司等高风险企业，以及大市值、其经营对经济的重要部门产生重大影响等重要企业[③]，美国证监会采取增加审阅（Review）力度的方式来进行差异化监管，对这些公司出具的定期报告及财务报告每三年至少审阅一次。

中美信息披露制度的差异化，较少体现在规则的差异化，而是监管安排的差异化。即在明确公司责任的前提下，监管层可以根据公司的特点，对不同公司选用不同审阅力度，中小企业差异化定制披露调整以及对一些大型、高风险、异常公司，加大进行审查的力度。

因此，从资本市场基础设施建设来看，美国市场更支持拥有大额资金的专业机构投资者利用更便利和多元化的交易手段，基于市场可利用信息快速定价。从信息披露要求而言，A 股市场信息披露要求更为细致，强制性披露内容相对更多，而美国市场则会采取差异化的监管安排，一定程度上更有利于上市公司规范、快速地向市场传递信息。

三、提升我国资本市场有效性的建议

（一）加强市场支撑型政策的指向性，围绕上市公司出台更有针对性的支持政策

由于我国资本市场仍以个人投资者为主，以往个人投资者更侧重对政策、消息的把握而轻基本面分析，但随着注册制改革的不断推进，机构投资者占比也不断提

① S-B规则（Regulation S-B），即规定较小报告公司的信息披露准则，2018年美国证监会为加强对投资者的保护而废除；S-X规则（Regulation S-X）、S-K规则（Regulation S-K），均为美国证监会制定的证券市场信息披露规则。

② Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act.

③ The Sarbanes-Oxley Act SEC. 408. ENHANCED REVIEW OF PERIODIC DISCLOSURES BY ISSUERS. (1) issuers that have issued material restatements of financial results; (2) issuers that experience significant volatility in their stock price as compared to other issuers; (3) issuers with the largest market capitalization; (4) emerging companies with disparities in price to earning ratios; (5) issuers whose operations significantly affect any material sector of the economy; and (6) any other factors that the Commission may consider relevant.

升，未来市场结构会逐步向成熟资本市场靠拢。在此背景下，专业机构投资者将更加注重价值投资，会关注相关政策是否会对上市公司的基本面带来实质性影响，因此像“降低印花税”“收紧 IPO 发行节奏”等偏市场宏观的政策对上市公司股价的提升作用就会逐渐削弱。

因此，建议加强市场支撑型政策类型的指向性，围绕上市公司出台更有针对性的支持政策。比如积极引导上市公司运用常态化分红、股份回购、大股东增持及并购重组等多种方式提升上市公司的投资价值。其他如行业支持政策、减税政策等对上市公司经营业绩能够带来直接的提振，也有利于上市公司股价及长期投资价值的提升。

（二）提高上市公司质量，鼓励上市公司通过资本市场做大做强

从上市公司角度来看，A 股大市值公司龙头效应已经逐步显现，但跟美国市场相比仍有较大提升空间，尤其在交易方面，A 股目前交易仍集中在中小市值的股票，而美国基本以大市值股票交易为主。大公司的内部公司治理相较于小公司更为成熟，其信息的对外披露及价格发现功能相对于小公司更好，更有利于市场有效性的发挥。另外，如果交易更多集中在一些小市值公司，重概念而轻基本面分析，也不利于价值投资理念的形成，一些经营业绩较差的公司通过释放“消息”吸引投资者关注和炒作，长期盘踞市场而不退市，也不利于资本市场的健康发展。

因此，建议引导上市公司承担提升自身投资价值的主体责任，建立提升投资价值内部长期机制，提高公司治理能力，鼓励上市公司通过资本市场直接融资做强、做实主营业务，提高企业核心竞争力，在各行各业不断涌现出“市值千亿”的上市公司，增强我国企业的国际竞争力。同时，进一步健全完善退市机制，并通过增加退市指标、精简退市流程，更好地促进市场“优胜劣汰”，引导市场资金不断投入到更加优质的企业中；畅通多元化退出渠道，支持上市公司通过吸收合并等方式有效整合资源，推动完善破产重整制度。

（三）增强投资者理性度，提升专业投资机构占比

从投资者角度来看，与美国相比，我国资本市场的专业机构投资者占比较低。专业机构投资者更加关注上市公司的基本面而非追求短期热点，能够充分挖掘公司信息，促进股价及时有效反馈，提高市场有效性。

因此，建议从以下方面着手，优化我国市场的投资者结构。①加强投资者宣传教育，尤其是对个人投资者的教育及引导，促进其理性投资。②建立起良好的市场主体沟通机制，鼓励上市公司与投资者通过业绩说明会、路演等多种方式沟通交流，建立常态化的市场沟通机制，减少双方的信息不对称。③鼓励公募、保险、证券等专业机构投资者发展壮大，引导社会资本将资金集中到专业机构进行管理。④鼓励和引导社保基金、保险资金、养老金、QFII 等中长期资金入市。⑤对于专业机构投资者，采用合理的考核机制，重点关注长期业绩而非短期业绩。

（四）持续完善信息披露制度，探索适合国情的交易制度

从完善资本市场基础设施的角度出

发，我国在信息披露制度、交易制度等方面还有进一步改善的空间。

信息披露制度方面，目前A股的信息披露制度已较为完善，但也存在部分问题，主要体现为：①规则体系较为完善，但适用范围同质化。②部分上市公司的信息披露质量不足，仅满足最低的监管格式模板要求，有价值信息较少，或者篇幅冗长、阅读者难以捕捉有价值信息。③违规成本较低，导致信息披露违规事件时有发生。针对上述问题，建议：①借鉴美国经验，针对不同类型企业，加强监管窗口指导和灵活性监管安排，更有效合理地调配监管资源。②加强对上市公司信息披露人才队伍的培养，提高信息披露质量。③进一步完善相关法律法规，提高信息披露违约成本。

另外，我国的交易制度相比美国仍存在一定的差距，交易工具和交易手段仍需补充和完善。建议：①不断总结经验，在时机成熟时，逐步推行差异化“T+0”交易制度安排。②丰富交易工具，有序发展金融衍生品市场，在借鉴发达国家经验的同时，仍需结合我国国情，适当扩张金融衍生品市场规模、交易品种，完善市场功能、提高国民经济的抗风险能力。N

学术编辑：韦燕春

参考文献

[1] 常嘉欣.中国上海证券市场半强式有效性研究——基于上市公司分红的实证分析[J].中国市场,2022,(01):42-43.

[2] 范从来,吴瞳.股票市场开放的价值：基于境外投资者行为特征的分析[J].金融市场研究,2023(01):28-37.

[3] 林喜鹏.活跃资本市场系列报告之二:交易端交易制度改革专题研究[R].招商证券,2023.

[4] 刘文宇.证券“T+0”交易制度的海外经验与启示[J].上海经济研究,2016(10):12.

[5] 肖军,徐信忠. 中国股市价值反转投资策略有效性实证研究 [J].经济研究,2004, (03):55-64.

[6] 袁宇泽,龚芳.从投资者结构变化看提振市场信心——2022年投资者结构全景分析[R/OL].申万宏源研究,2023.

[7] 张敏,陈敏,田萍.再论中国股票市场的弱有效性[J].数理统计与管理,2007,(06):1091-1099.

[8] 张鹏,施美程.以韧性能力建设为核心促进上市公司高质量发展[J].金融市场研究,2023(02):47-53.

[9] 周颖刚,唐诚蔚.深化股市交易制度改革,防范金融风险[J].金融市场研究,2022(12):11-16.

[10] Siegel J J.Stocks for the long run: The definitive guide to financial market returns & long-term investment strategies[M].New York:McGraw-Hill Education,2021.

Capital Market Effectiveness and Listed Companies

ZHU Hui　DU Jinfeng　HANG Shimin

(Equity Capital Markets, CITIC Securities Co., Ltd.)

Abstract　Existing research reveals that China's A-share market remains weak in terms of efficiency, particularly in comparison with the US capital market, which is fairly strong in this regard. Comparing information compilation, interpretation and transmission, it is evident that the US information disclosure system is more comprehensive. It is also clear that there is greater concentration of market value in the US stock market. US investment and trading is also concentrated on large companies. Based on a comparison of the two capital markets, this paper makes relevant suggestions for the China market in terms of policy support, improving the quality of listed companies, increasing the proportion of professional institutional investors, and enhancing trading and information disclosure systems.

Keywords　Capital Market Efficiency, Investor Structure, Information Disclosure System

JEL Classification　G14　G15　G18